

**INFORME ANUAL**

**2012**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema





# INFORME ANUAL 2012



## ÍNDICE GENERAL

<b>1 RASGOS BÁSICOS</b>	1	Introducción	9
	2	La segunda recesión de la economía española	13
	3	El avance en los procesos de ajuste	19
	3.1	La recuperación de la competitividad y el reequilibrio exterior	20
	3.2	Consolidación fiscal	22
	3.3	Saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario	26
	3.4	El desapalancamiento de las empresas y de las familias	30
	4	El papel de la política económica	32
<b>2 LA CRISIS DEL ÁREA DEL EURO</b>	1	Introducción	37
	2	El impacto de la crisis sobre la UEM	40
	2.1	El origen y el impacto desigual de la crisis en los países de la UEM	40
	2.2	Las limitaciones de la UEM	43
	3	Vías de avance en la resolución de las deficiencias de la UEM	50
	3.1	La unión bancaria	52
	3.2	La unión económica	54
	3.3	La unión fiscal	55
	3.4	La necesidad de absorber los desequilibrios acumulados	56
<b>3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO</b>	1	Introducción	61
	2	Actividad	63
	3	Mercados y situación financiera	71
	4	Políticas económicas	74
	5	Perspectivas y riesgos	79
<b>4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN</b>	1	La crisis del área del euro y el contexto macroeconómico	85
	2	La actuación del BCE	94
	3	Evolución de los desequilibrios y perspectivas macroeconómicas	96
	4	Los retos de política económica	99
<b>5 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>	1	Las condiciones monetarias y financieras	105
	2	Las políticas económicas	106
	2.1	La política fiscal	106
	2.2	Las otras políticas económicas	113
	3	La demanda	115
	3.1	La demanda nacional	115
	3.2	La demanda exterior	122
	4	La actividad	124
	5	El mercado de trabajo	126
	6	Los precios y los costes	130
	7	La necesidad de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales	132
<b>6 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA</b>	1	Introducción	135
	2	Los mercados financieros españoles	135
	2.1	Los precios negociados	135
	2.2	Los mercados primarios	138

	2.3	La actividad en los mercados secundarios	140
3		La inversión y la financiación exterior de la economía española	141
4		Los intermediarios financieros españoles	143
	4.1	Las entidades de crédito	143
	4.2	Los inversores institucionales	146
5		Las condiciones de financiación, los flujos financieros y la posición patrimonial del sector no financiero	147
	5.1	Las condiciones de financiación y los flujos financieros de los hogares y de las sociedades no financieras	147
	5.2	La posición patrimonial de los hogares y de las sociedades no financieras	149
	5.3	Las AAPP	154
<b>7</b>		<b>INFORME DE GESTIÓN</b>	
	1	Introducción	157
	2	Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema	157
	3	Actividades internacionales	158
	3.1	Relaciones internacionales	158
	3.2	Conferencias, reuniones y seminarios organizados por el Banco de España	160
	4	Análisis económico e investigación	161
	4.1	Áreas prioritarias de análisis	161
	4.2	Relaciones con la comunidad académica	163
	4.3	Difusión y comunicación	163
	5	Supervisión y regulación bancaria	164
	5.1	Actividad supervisora	164
	5.2	Actividad sancionadora	166
	5.3	Cambios normativos	166
	5.4	Información financiera y prudencial	168
	5.5	Central de Información de Riesgos	169
	6	Funciones operativas	170
	6.1	La política monetaria y la gestión de los activos del Banco de España	170
	6.2	La gestión y vigilancia de los sistemas de pago	172
	6.3	La gestión de los billetes	172
	6.4	Las operaciones del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	173
	7	La función estadística del Banco de España	173
	7.1	Principales novedades durante 2012	174
	8	Servicio de Reclamaciones	175
	9	Comunicación externa	176
	9.1	Relaciones con los medios de comunicación	176
	9.2	Programa de comunicación institucional	176
	10	Organización y administración interna	178
	10.1	Recursos Humanos y Organización	178
	10.2	Adquisiciones y Servicios Generales	178
	10.3	Sistemas de Información	179
	10.4	Política Documental Corporativa	179
	10.5	Intervención General	180
	10.6	Auditoría Interna	180
<b>CUENTAS ANUALES</b>			
	1	Introducción	181
<b>DEL BANCO DE ESPAÑA</b>	2	Balance y cuenta de resultados	182
	3	Memoria explicativa	185
	3.1	Normativa contable	185
	3.2	Notas explicativas al balance	193

	3.3	Notas explicativas a la cuenta de resultados	215
	3.4	Cambios en capital, reservas, provisiones y cuentas de revalorización	225
4		Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994	226
	4.1	Aportación efectuada por el Banco al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	226
	4.2	Lucro cesante	226
	4.3	Otras operaciones	226
<b>ANEJO LEGISLATIVO</b>	1	Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2012 hasta marzo de 2013	233
	2	Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación	264
<b>ÍNDICES</b>		Índice de cuadros	267
		Índice de gráficos	269
		Índice de recuadros	271
<b>COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA</b>		Organigrama general del Banco de España	275
		Consejo de Gobierno	276
		Comisión Ejecutiva	277





### 1 Introducción

En 2012 el euro sufrió una grave crisis de confianza que afectó al comportamiento de la economía mundial

En 2012 se acentuaron las tensiones contractivas que habían comenzado a detectarse en la economía mundial en la segunda mitad del ejercicio anterior. El crecimiento agregado se redujo hasta el 3,2 % y se mantuvo la divergencia entre las economías emergentes y las desarrolladas, mostrando estas últimas una tasa de avance de solo el 1,3 %. La recaída de la actividad fue singularmente severa en el área del euro, cuyo PIB retrocedió un 0,5 % (véase gráfico 1.1). La contracción afectó a la mayoría de sus 17 economías y en las restantes tuvo lugar una desaceleración del producto, que en el caso de las de mayor dimensión fue de casi 2 puntos porcentuales (pp). El crecimiento del comercio mundial registró también un retroceso importante, mientras que la inflación se moderó en la mayoría de los países.

Entre los factores que explican la pérdida de dinamismo de la actividad mundial, ocupa un lugar destacado el agravamiento de las tensiones en el área del euro, que, tras dos años de inestabilidad, sufrió la crisis de confianza más grave desde la creación de la moneda única, hasta el punto de que la propia irreversibilidad de la Unión Económica y Monetaria (UEM) fue puesta en duda.

En la génesis de la crisis del euro confluyeron la falta de adaptación de las políticas económicas nacionales a los requisitos de estabilidad de una unión monetaria...

En la génesis de la crisis de confianza en el euro tuvo gran influencia el hecho de que en un conjunto cada vez más extenso de economías fueron aflorando una serie de desequilibrios que, en última instancia, reflejaban una falta de adaptación de la gestión de sus políticas económicas nacionales a los estándares de estabilidad requeridos por la participación en una unión monetaria. Cuando el perímetro de los problemas se extendió hasta abarcar algunas economías de gran dimensión, como las de Italia y España, la crisis adquirió un carácter sistémico, que tendió a agravar el alcance de sus consecuencias potenciales.

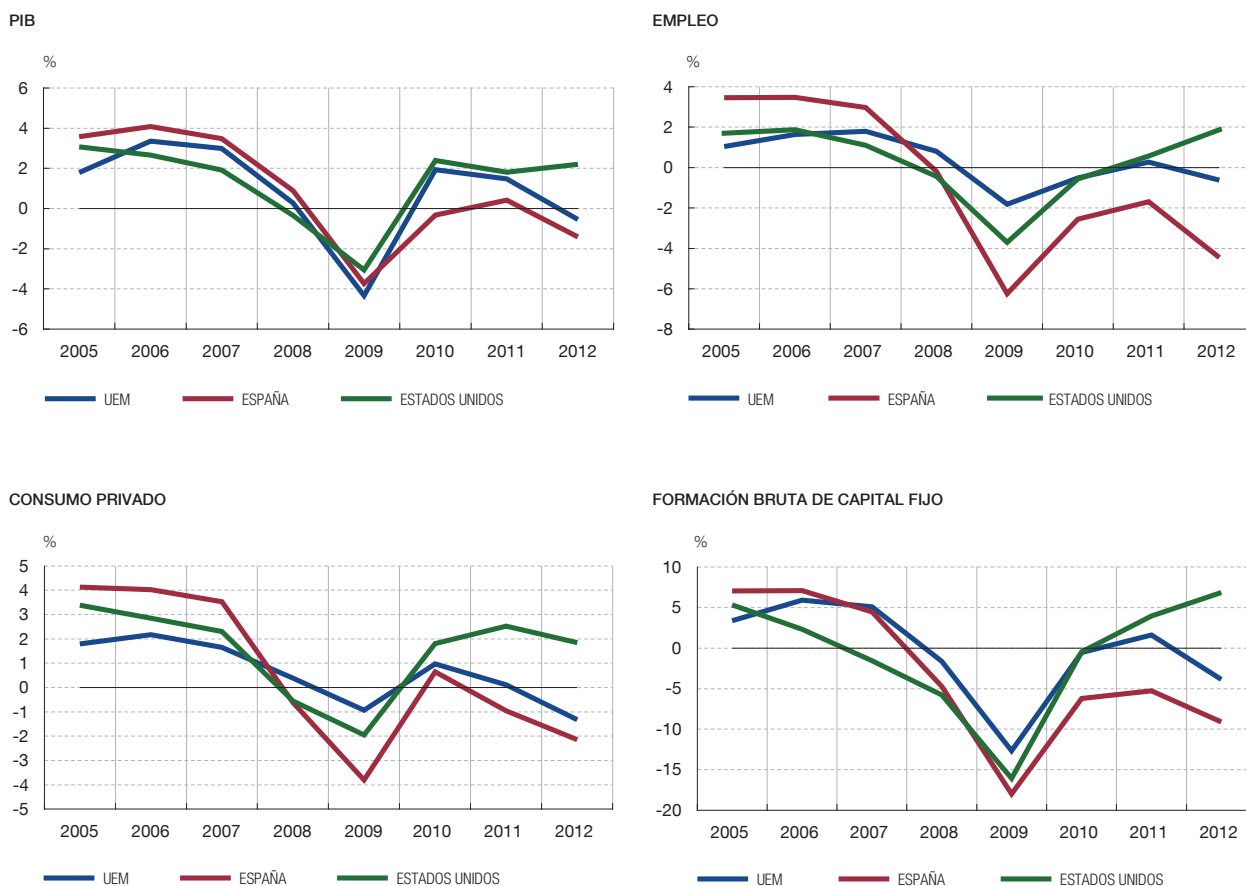
... y una serie de debilidades en el diseño institucional de la UEM y en su gobernanza

En todo caso, la naturaleza y la generalización de las tensiones pusieron al descubierto importantes debilidades en la propia arquitectura y gobernanza de la UEM, que limitaron fuertemente la capacidad de respuesta de las autoridades europeas y pusieron en duda la solidez del proyecto del euro. Se evidenció así que los mecanismos de coordinación y supervisión de las políticas económicas fiscales y de oferta habían sido claramente incapaces de prevenir y, llegado el caso, corregir desequilibrios capaces de poner en riesgo el buen funcionamiento del área, y se hizo igualmente patente que el marco institucional carecía de los mecanismos necesarios para gestionar una situación de crisis tan profunda como la que se terminó configurando.

Para superar esta situación se han adoptado decisiones de gran alcance, tanto en el ámbito de las economías nacionales como en el de la UEM en su conjunto

Para responder a los retos que suscitaba esta grave situación de crisis, se han adoptado decisiones importantes en un doble ámbito. En el terreno de la gestión de las políticas económicas nacionales, se han acelerado y profundizado los procesos de consolidación fiscal y de reformas financieras y estructurales encaminados a corregir los desequilibrios y flexibilizar las economías, singularmente en los países donde las tensiones han tendido a concentrarse en mayor medida. Asimismo, las autoridades europeas han puesto en marcha un proceso de revisión y de reforma del diseño institucional y de la gobernanza de la UEM, basado en la hoja de ruta definida en el llamado «Informe de los cuatro presidentes».

La respuesta articulada tanto en el ámbito europeo, incluyendo en particular el anuncio del BCE de su programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC), como en el de los países miembros permitió, a pesar de su carácter parcial y en muchos casos vacilante,



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

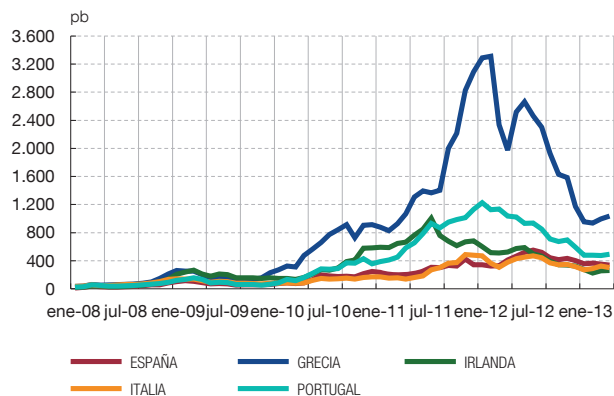
superar los episodios más agudos de tensión y abrir la vía para el reforzamiento del proyecto y para asegurar su viabilidad, aunque, como evidencian los acontecimientos asociados al resultado de las elecciones generales italianas y a las dificultades para acordar un programa de asistencia financiera a Chipre, los retos que subsisten son todavía de gran envergadura. La naturaleza y el alcance de la crisis del euro, así como los pasos dados para su superación, han influido de forma determinante en el comportamiento de la economía española en 2012 y son un condicionante de primer orden de los desafíos a los que se enfrenta, por lo que el capítulo 2 de este Informe se dedica de manera monográfica a analizar en profundidad las diversas facetas de dicha crisis.

La economía española se enfrentó al repunte de las tensiones en la UEM desde una posición de gran vulnerabilidad, como consecuencia de la profundidad de sus desequilibrios...

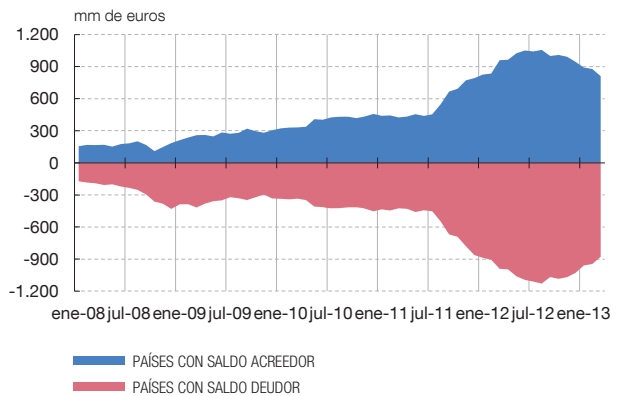
La economía española se enfrentó a la crisis de confianza del euro desde una posición vulnerable. La severidad de la gran recesión de 2009-2010 había tenido repercusiones muy profundas en términos de una brusca contracción del gasto de familias y empresas y un contundente aumento del desempleo, que vinieron a acelerar el deterioro de las finanzas públicas y a erosionar los balances de los bancos más expuestos a los excesos inmobiliarios de la etapa expansiva.

La profundidad de los desequilibrios que habían emergido y la necesidad de corregirlos impidieron a la economía española incorporarse a la recuperación de la economía mundial del bienio 2010-2011. La persistencia de los problemas de fondo y las dificultades a las que se enfrentaban los procesos de ajuste necesarios limitaron dicha reacción a un

DIFERENCIAL FRENTE A ALEMANIA DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



SALDO TARGET2 AGREGADO DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES EN EL EUROSISTEMA (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.

a Aproximado a partir de las estadísticas publicadas por los bancos centrales nacionales. La diferencia entre el saldo deudor y el acreedor del agregado de todos los países recoge la posición del BCE.

crecimiento muy modesto en la segunda mitad de 2010 y primeros meses de 2011, que careció de los soportes necesarios para su consolidación.

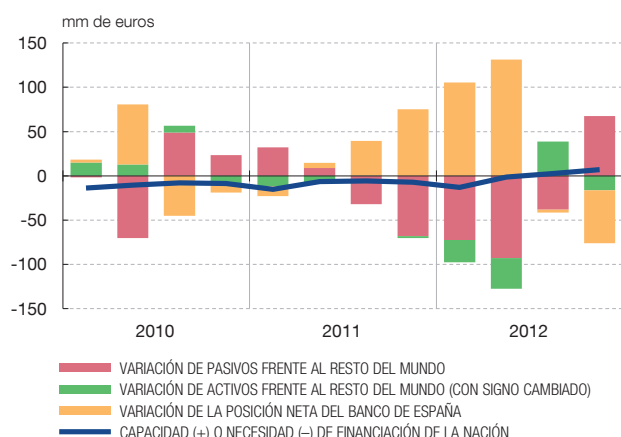
... y en la que las actuaciones de política económica no habían sido suficientes para eliminar la incertidumbre

Las acciones de política económica que se habían emprendido desde que comenzara la crisis de la deuda soberana no habían sido suficientes para contrarrestar las dudas sobre la solidez del sistema bancario español, la sostenibilidad de las finanzas públicas y la capacidad de restaurar el crecimiento y absorber el elevado desempleo acumulado durante la primera recesión. En 2012, las dudas de los mercados se acentuaron al conocerse que las cifras de cierre de las cuentas públicas del año precedente comportaban una desviación en el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) de más de 2 pp con respecto al objetivo del 6,3% establecido en el ámbito del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), a la vez que la crisis de Bankia evidenció la persistencia de fragilidades en el sistema bancario español. Y todo ello en un contexto macroeconómico muy adverso, en el que la ausencia de crecimiento complicaba considerablemente los avances en la consolidación fiscal y el saneamiento del sector privado.

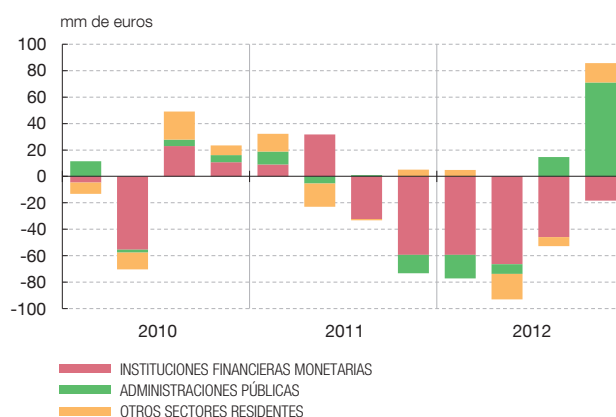
La crisis de credibilidad del euro impactó severamente sobre la economía española y dio lugar a una grave crisis de financiación exterior

La aparición del riesgo de redenominación dentro del área del euro en torno a los meses de verano, fuertemente ligada a las crecientes especulaciones sobre la posibilidad de una salida de Grecia de la Unión Monetaria, aumentó la inestabilidad financiera de las economías más vulnerables (véase gráfico 1.2). En España se agravó la percepción sobre los peligros inherentes a una creciente contaminación entre riesgo soberano y riesgo bancario, las rentabilidades de la deuda soberana alcanzaron los niveles máximos registrados desde el inicio de la UEM (7,5% en el plazo de diez años, a finales de julio) y tuvo lugar una notable aceleración de los movimientos de salidas netas de fondos hacia el exterior, a partir de unos importes que ya en la segunda mitad de 2011 habían resultado muy elevados. La crisis de confianza que azotó a la economía española en este período terminó convirtiéndose en una severa crisis de financiación de la balanza de pagos, la primera que había de afrontar dentro de la Unión Monetaria (véase gráfico 1.3), un acontecimiento sin precedentes, cargado de interrogantes y retos, que requería respuestas urgentes y extraordinarias que ayudaran a restaurar la credibilidad de la economía española en el marco más amplio de actuaciones emprendidas por las autoridades europeas para encauzar los complejos problemas que subyacían a la crisis del euro y atajar los riesgos de redenominación.

TRANSACCIONES NETAS



VARIACIÓN NETA DE PASIVOS, POR SECTORES (a)



FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

La amplia provisión de liquidez del BCE permitió aliviar los efectos de la restricción de financiación exterior

La política de provisión generosa de liquidez acometida por el BCE desde el inicio de la crisis y algunas de las medidas no convencionales que adoptó en respuesta al agravamiento de la situación permitieron suplir la carencia de fondos externos y soslayar la eventualidad de un estrangulamiento de la financiación del gasto interior. Más concretamente, las entidades de crédito aumentaron de manera sustancial su recurso al Eurosistema, especialmente aprovechando la oportunidad que brindaron las dos subastas extraordinarias de liquidez a tres años convocadas a finales de 2011 y principios de 2012<sup>1</sup>.

Alivio que se benefició también de la superación de un nuevo episodio de tensiones en Grecia, del anuncio de las OMC y del diseño de una hoja de ruta para la reforma de la UEM y su gobernanza

La relajación de las tensiones se benefició también de la superación de un nuevo repunte de la percepción del riesgo de reversión asociado a las vicisitudes de la economía griega. Asimismo, el BCE intensificó su actuación en el ámbito de las medidas no convencionales dirigidas a restaurar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, tras el deterioro adicional de este que provocó la aparición del riesgo de reversibilidad del euro. En agosto anunció un programa de compras condicionadas en los mercados de deuda soberana, que suministró una fuerte protección frente a ese riesgo de redenominación. En paralelo, el Consejo Europeo de junio discutió los elementos esenciales de un proceso de reforma de la UEM y su gobernanza, proceso que recibió un impulso adicional como resultado de las decisiones adoptadas en diciembre en relación con el avance hacia una unión bancaria europea, que deberían permitir mitigar el vínculo entre los riesgos soberano y bancario en el área.

En España se intensificaron las acciones de política económica en los ámbitos financiero, fiscal y estructural

En España se dieron pasos sustantivos para acelerar el saneamiento, la reestructuración y la recapitalización de las entidades españolas en situación de vulnerabilidad, incluyendo la formalización de un programa de ayuda financiera para su recapitalización, solicitado por el Gobierno español y acordado con las instituciones europeas en el mes de julio. Se produjeron también importantes progresos en el terreno de las finanzas públicas, tras la aprobación de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, que fortaleció

<sup>1</sup> Estas operaciones de provisión de liquidez a largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés) vinieron a complementar así la política de alargamiento de los plazos (seis meses, un año y, ahora, tres años) y de aumento de las cantidades inyectadas a través de esta modalidad que el BCE ha venido poniendo en práctica desde el comienzo de la crisis.

sustancialmente el marco de disciplina presupuestaria, al establecer unos objetivos de equilibrio presupuestario para todos los niveles de las AAPP, límites a la deuda pública y requisitos de transparencia y de corrección de las desviaciones. Adicionalmente, la necesidad de afrontar una corrección del déficit de magnitud muy significativa exigió la adopción de distintos paquetes de ajuste, que complementaron las medidas incluidas en los Presupuestos Generales del Estado para 2012, entre los que cabe destacar las reformas en materia sanitaria y educativa en abril, la revisión de los planes de reequilibrio de las Comunidades Autónomas (CCAA) en mayo y la puesta en marcha de un amplio paquete de medidas en julio, que incluyó un aumento de la imposición indirecta, una reducción de los salarios públicos y la eliminación de la desgravación fiscal por la compra de vivienda a partir de 2013.

También en el mes de julio entró en vigor la Ley de Medidas Urgentes para la Reforma Laboral, que amplió las posibilidades para la descentralización de la negociación colectiva, aumentó la flexibilidad interna de las empresas y racionalizó las condiciones para la extinción de los contratos indefinidos. Por último, a lo largo de 2012 se adoptaron diversas medidas orientadas a liberalizar algunos sectores y a fomentar la competitividad, y se introdujo un Plan de Pago a Proveedores que contribuyó a aliviar a las restricciones de liquidez del sector empresarial.

La respuesta dada consiguió detener la espiral negativa del verano, si bien la incertidumbre sigue siendo muy elevada

La confluencia de este amplio conjunto de medidas logró detener la espiral negativa del verano. El alivio de las tensiones financieras sobre el euro y el avance de los procesos de reforma permitieron reducir las presiones sobre el coste de la deuda pública española y reabrieron los mercados de financiación exterior. Ambos procesos han continuado en la parte transcurrida de este año, si bien la situación no se ha normalizado plenamente, de modo que los tipos de interés nacionales no reflejan aún plenamente la orientación expansiva de la política monetaria única. El crédito, asimismo, continúa contrayéndose.

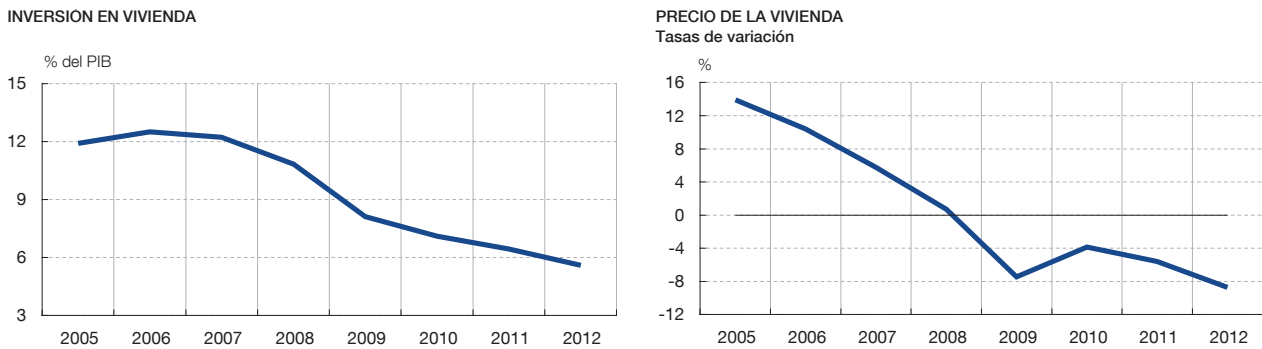
## 2 La segunda recesión de la economía española

La economía española se adentró en una segunda recesión...

Con este trasfondo de enorme complejidad, la economía española se adentró, a finales de 2011, en una segunda recesión, menos intensa, pero más prolongada que la primera (que tuvo lugar entre la segunda mitad de 2008 y finales de 2009). Esta doble caída del producto, que abarca todo el período objeto de análisis de este Informe, constituye una situación sin precedentes que plantea grandes retos. El PIB se contrajo un 1,4% en el promedio del año, tras haber intensificado su ritmo de descenso en el último trimestre, cuando confluyeron una serie de factores de carácter transitorio —vinculados, principalmente, al mayor esfuerzo de consolidación presupuestaria realizado en esos meses— con otros de naturaleza más persistente. En este sentido, las adversas condiciones de financiación y el deterioro de la confianza acentuaron el retroceso de la demanda interna, que cayó un 3,9%, por la prolongación de la corrección inmobiliaria, el ajuste de los balances del sector privado y el impacto de la consolidación fiscal. Todos estos factores, presentes desde el inicio de la crisis, actuaron sobre una demanda del sector privado cuyos determinantes se encontraban en una situación de gran fragilidad. La demanda exterior neta continuó siendo el único soporte de la actividad, con una aportación al producto de 2,5 pp, si bien el debilitamiento de la zona del euro a lo largo del ejercicio limitó este efecto amortiguador, sobre todo en sus meses finales.

... como consecuencia de un descenso generalizado e intenso de todos los componentes de la demanda interna

El descenso de la demanda interna afectó a todos sus componentes, de consumo o inversión, de naturaleza pública o privada. El clima de incertidumbre, las difíciles condiciones financieras, el deterioro en las perspectivas sobre el mercado laboral, los descensos en la renta disponible y la caída de la riqueza financiera y no financiera redujeron el gasto de las familias, tanto en consumo como en inversión residencial. Solo la tasa de ahorro, que se redujo nuevamente hasta alcanzar el 8,2% de la renta disponible, menos de la mitad de su nivel en 2009, permitió suavizar en alguna medida la pauta de ajuste del consumo de



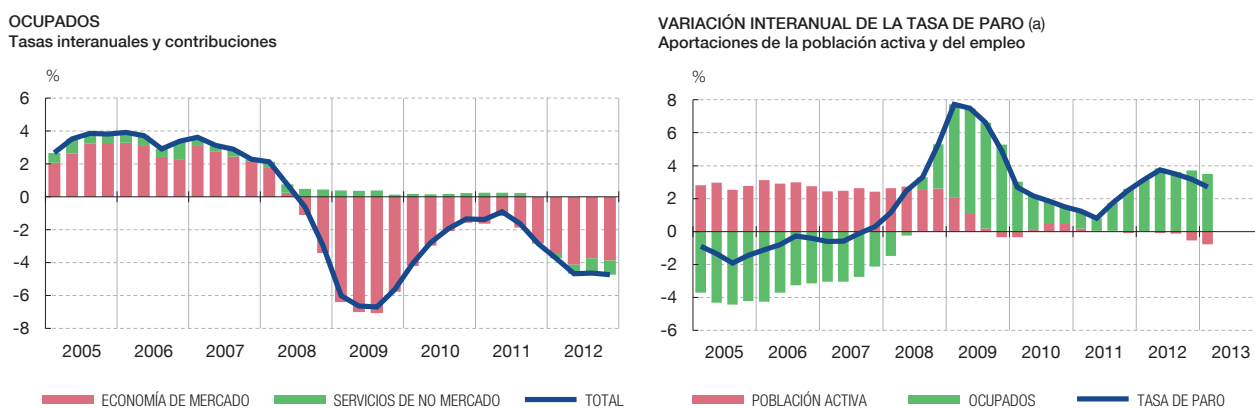
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Fomento.

los hogares. No obstante, el drástico descenso de la tasa de ahorro desde el inicio de la crisis refleja las dificultades a las que se enfrenta el sostenimiento del gasto de las familias en el futuro inmediato, en un contexto en el que ha de proseguir la reducción de su todavía elevado nivel de deuda. Por su parte, la inversión residencial continuó limitada por la profundidad de la corrección de los excesos inmobiliarios del pasado y retrocedió por quinto año consecutivo, en un entorno de debilidad de la demanda de vivienda, de continuación de la trayectoria descendente de los precios inmobiliarios y de persistencia de un elevado *stock* de viviendas sin vender, que retrasa el inicio de nuevas construcciones (véase gráfico 1.4). La inversión empresarial se vio igualmente afectada por un entorno financiero adverso y por unas perspectivas de demanda interna y externa poco favorables.

El importante esfuerzo realizado para responder a las necesidades de consolidación fiscal ejerció un inevitable impacto contractivo sobre el gasto y la actividad. El retroceso del consumo público reflejó el descenso de las compras y del empleo público, por primera vez desde que se iniciara la crisis, en respuesta a la aplicación de los planes de reequilibrio financiero de las CCAA, sumándose así al ajuste iniciado previamente por la Administración Central. Por su parte, el desplome de la inversión pública (un 38 % en el promedio anual) acusó la paralización de la ejecución de obra civil, lo que afectó a los proyectos realizados conjuntamente con las sociedades no financieras. Dentro de la orientación de carácter restrictivo de la política fiscal en 2012, hay que mencionar, no obstante, el efecto de signo opuesto de otras actuaciones (principalmente, del Plan de Pago a Proveedores, que, diseñado para liquidar facturas pendientes de pago que habían acumulado las Administraciones Territoriales con empresas y autónomos, supuso la inyección de 27 mm de euros en los meses centrales del ejercicio).

La actividad y el empleo reaccionaron con contundencia a la contracción del gasto

Por el lado de la oferta, todas las ramas productivas empeoraron sus registros con respecto a 2011, salvo la agricultura. Los avances del valor añadido de la industria y de los servicios de mercado de los dos años previos se tornaron negativos en 2012, mientras que la construcción acentuó su contracción, debido al marcado retroceso del segmento no residencial. El empleo descendió un 4,4 %, en parte como resultado de la caída de la contratación pública, ya mencionada. No obstante, la ocupación del resto de ramas productivas tuvo también un comportamiento muy desfavorable (con una caída del 4,9 % en el promedio anual), cifra que está muy influida en todo caso por el mal comportamiento de los meses finales de 2011 y de los primeros del año pasado. La tasa de paro repuntó con intensidad, hasta alcanzar en el último trimestre de 2012 un nivel del 26 % de la población activa, en un contexto demográfico levemente contractivo (27,2 % en el primer trimestre de 2013). De hecho, en 2012 la población activa retrocedió por primera vez desde el inicio



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Las series de la EPA están enlazadas en función de la muestra testigo del primer trimestre de 2005.

de la crisis, como resultado del descenso de la población en edad de trabajar, motivado, a su vez, por la disminución de la población extranjera (véase gráfico 1.5).

El desfavorable comportamiento del empleo está teniendo repercusiones muy negativas sobre el desempleo estructural, amplifica las tendencias contractivas del gasto y dificulta la consecución de avances más rápidos en la corrección de algunos desequilibrios, como el desajuste fiscal y el endeudamiento del sector privado. Sin embargo, la persistencia del entorno recesivo está impulsando, junto con las reformas emprendidas, el ajuste de costes y, en menor medida, de precios, facilitando la necesaria devaluación interna y la eliminación del déficit exterior. Los resultados obtenidos en ambos frentes, cuyo significado y alcance se analizan en profundidad más adelante, han sido mayores de lo esperado y evidencian el avance en los ajustes de la economía, aunque todavía no estén acabados.

Los costes laborales profundizaron la pauta de moderación...

Los costes laborales profundizaron la pauta de contención iniciada dos años antes. La remuneración por asalariado del conjunto de la economía retrocedió un 0,3%, tras haber aumentado a tasas del 0,3% y del 0,7% en 2010 y 2011, respectivamente. La caída de los salarios públicos, debida a la eliminación de la paga extraordinaria de Navidad, desempeñó, también en este caso, un papel determinante en esta evolución, si bien la remuneración de la economía de mercado mostró igualmente una pauta de moderación, con una tasa de avance del 0,6%. La progresiva contención de los incrementos salariales de los nuevos convenios, en los que el peso de la inflación pasada se ha reducido sustancialmente como también lo ha hecho el porcentaje de los que incluyen cláusula de salvaguarda contra la inflación, refleja el incipiente impacto de las reformas del mercado de trabajo sobre la dinámica de la negociación colectiva (véase recuadro 1.1). Los costes laborales por unidad de producto descendieron por tercer año consecutivo, como resultado también del aumento de la productividad, propiciando una corrección adicional en los diferenciales con la UEM. La consolidación de esta trayectoria es crucial para que se empiece a generar empleo.

... pero la inflación acusó una aceleración en la segunda parte del año por el impacto de la elevación de la imposición indirecta y de los precios administrados

La inflación arrojó una mayor variabilidad a lo largo del ejercicio, debido al impacto de las subidas en los precios de la energía y del efecto del alza del IVA y de precios administrados, que provocaron una aceleración en la tasa de inflación en la segunda mitad del año, cerrando el ejercicio con una tasa interanual del 2,9%. Se estima que el impacto de la subida del IVA a partir del 1 de septiembre se reflejó solo parcialmente en los precios finales, lo que resulta coherente con la situación de extrema debilidad del gasto. Con todo, la

Una de las características más relevantes del proceso de expansión económica que vivió la economía española antes de la actual crisis fue la pérdida paulatina de competitividad, medida, por ejemplo, por la evolución de los costes laborales unitarios frente al promedio de los países de la zona del euro (véase gráfico 4). Durante la crisis, sin embargo, se ha producido una corrección parcial de ese desequilibrio, que supone que hasta el momento se habrían absorbido una parte relevante de las pérdidas de competitividad-coste acumuladas desde 1998. La brecha se mantiene, sin embargo, en niveles significativos en relación con los países más competitivos de la zona del euro, llegando a alcanzar 18 pp en 2012 en el caso de los costes relativos con Alemania.

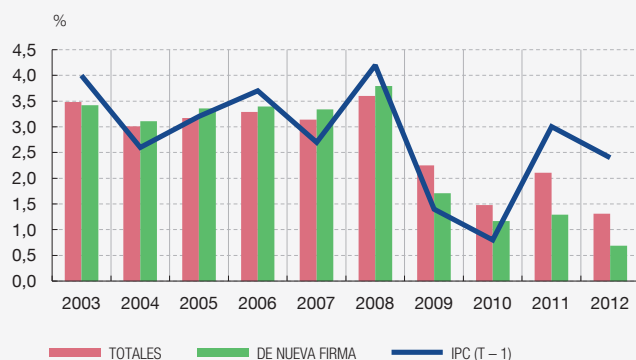
La mayor parte de la corrección de las pérdidas de competitividad acumuladas se ha basado en el aumento de la productividad derivado de la intensidad del proceso de destrucción de empleo. De hecho, al principio de la crisis la remuneración por asalariado continuó creciendo por encima del promedio de la zona del euro y en 2012, después de dos años de moderación salarial, se situaba aún solo unos tres puntos por debajo del nivel relativo observado en 2008. En este contexto, resulta fundamental que la contención salarial intensifique su contribución al descenso de los costes

laborales unitarios para asegurar una recuperación sostenible de la economía española.

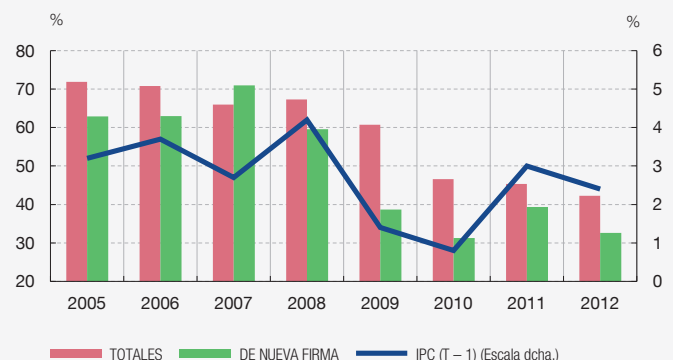
Las diferentes reformas adoptadas en el mercado de trabajo en los últimos años han perseguido la introducción de mayor flexibilidad en el proceso de determinación salarial. En particular, se han abierto mayores posibilidades a las empresas para adaptar las condiciones salariales, y no salariales, a los cambios en el entorno económico o en sus condiciones particulares para, de esta forma, reducir la incidencia de los ajustes del empleo ante las perturbaciones negativas. A continuación se examina el funcionamiento del mercado laboral en el período más reciente, con el objetivo de analizar en qué medida es posible detectar cambios en las pautas de comportamiento de salarios y empleo durante la segunda recesión que está atravesando la economía española. Debe advertirse, no obstante, que es aún demasiado pronto para realizar un diagnóstico definitivo sobre la efectividad de las diferentes reformas, y en particular para separar el efecto de los factores cíclicos sobre la evolución del mercado de trabajo de los derivados de los cambios legislativos.

En cuanto a la evolución salarial, aunque la negociación colectiva llevada a cabo en 2012 y los primeros meses de 2013 acumula

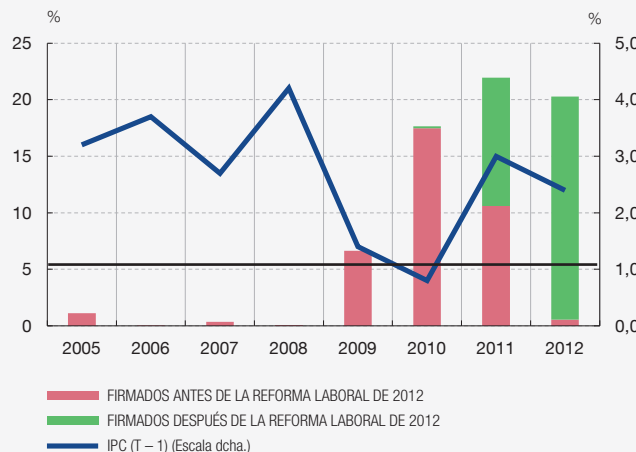
1 INCREMENTOS SALARIALES PACTADOS



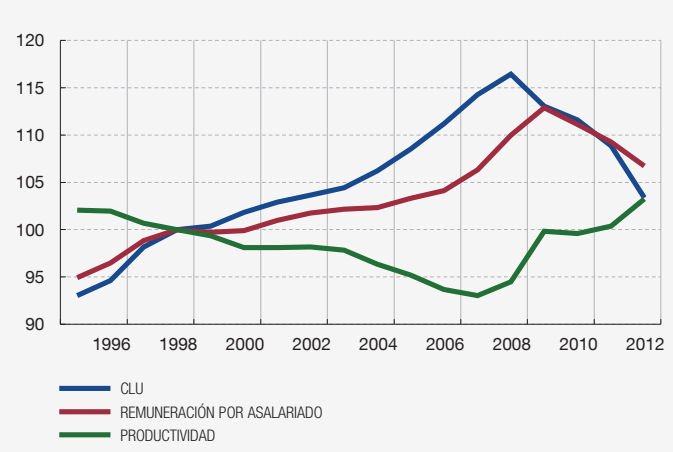
2 PORCENTAJE DE TRABAJADORES CON CLÁUSULA DE SALVAGUARDA



3 PORCENTAJE DE CONVENIOS DE NUEVA FIRMA CON CONGELACIÓN O REDUCCIÓN SALARIAL



4 COSTES LABORALES UNITARIOS RELATIVOS A LA ZONA DEL EURO ÍNDICE BASE 1998 = 100



FUENTES: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, y Eurostat.



cierto retraso que puede reducir la representatividad de los datos disponibles, parecen detectarse indicios de una mayor moderación salarial, con incrementos prácticamente nulos de la remuneración por asalariado en el sector privado en los tres últimos trimestres y signos de menor inercia nominal en la negociación colectiva. En efecto, los incrementos salariales acordados en los convenios disminuyeron hasta el 1,3% en diciembre de 2012, frente al 2,5% observado un año antes, mientras que los datos disponibles para 2013, aunque aún especialmente poco representativos, reducen el incremento salarial medio hasta el 0,6%. Analizando en más detalle los datos correspondientes a 2012, la moderación salarial se observó tanto en los convenios revisados como en los de nueva firma, pero especialmente entre estos últimos, en los que el incremento salarial se situó en el 0,7% en diciembre de 2012. Este incremento salarial se acerca a las recomendaciones acordadas por los agentes sociales a principios de año (0,5%) y queda bastante por debajo de la inflación en este año. Asimismo, en estos convenios nuevos se estarían observando una cierta mayor dispersión salarial<sup>1</sup> y un mayor porcentaje de convenios con caídas o congelaciones nominales de los salarios, a pesar del repunte de la inflación a finales de 2012 (véase gráfico 3). En relación con 2013, la información referida hasta el mes de abril muestra unos incrementos salariales muy reducidos en los

convenios de nueva firma (0,2%), que, aunque aún afectan a un colectivo reducido de trabajadores (383.000), indicarían una profundización de la moderación salarial en la negociación colectiva de este año.

Por otra parte, se observa una progresiva tendencia hacia un menor grado de indexación salarial medido por el porcentaje de trabajadores cubiertos con cláusulas de salvaguarda frente a la inflación. Este porcentaje, que se ha situado tradicionalmente entre el 60% y el 70%, ha descendido hasta el 45% en 2012. De hecho, en los convenios de nueva firma esta reducción es más acusada y la presencia de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación se redujo hasta el 33% en los convenios nuevos. Entre estos convenios de nueva firma, se observa que en torno al 75% de ellos estarían cumpliendo, al menos en parte, las recomendaciones del AENC firmado por los agentes sociales a principios de año. En particular, un análisis de los convenios nuevos firmados desde principios de 2012 muestra que alrededor de la mitad solo prevén la activación de las cláusulas de salvaguarda a partir del 2%, mientras que en torno al 25% utiliza la inflación europea en lugar de la española como referencia nominal, lo que reduce de manera adicional la indexación de los incrementos salariales. En conjunto, según los primeros datos disponibles, esto se ha traducido en un impacto considerablemente inferior de las cláusulas de salvaguarda en 2012 (0,25 pp), cuando, dado el repunte de la inflación a finales de 2012 (2,9%), hubiera sido posible esperar un impacto

<sup>1</sup> Medida por el coeficiente de variación del incremento salarial de los convenios de nueva firma.

#### FLUJOS DE SALIDA DEL EMPLEO Y DEL DESEMPLEO, POR FASES DE LA CRISIS (a)

	II TR 2008- I TR 2010	II TR 2010- I TR 2011	II TR 2011- I TR 2012	II TR 2012- IV TR 2012
Flujos de salida del empleo (% empleo en t - 1)				
Totales	7,8	7,4	7,8	7,8
Mercado	8,5	8,0	8,4	8,4
No mercado	4,3	4,7	5,3	5,1
Flujos de salida del empleo por tipo de contrato (% empleo en t - 1)				
Indefinidos	1,8	1,5	1,7	1,9
Temporales	12,8	14,5	15,8	17,1
Flujos de salida del empleo por tipo de contrato y sector (% empleo en t - 1)				
Indefinidos-mercado	2,1	1,9	2,1	2,3
Temporales-mercado	14,1	15,8	17,1	18,6
Indefinidos-no mercado	0,2	0,2	0,2	0,3
Temporales-no mercado	7,1	9,4	10,6	11,3
Flujos de salida del desempleo (% desempleo en t - 1)				
Totales	39,7	32,7	30,4	28,7
Al empleo	23,0	18,4	16,8	15,7
Al empleo temporal	18,2	15,0	13,7	12,8
Al empleo indefinido	1,7	1,3	1,3	1,2

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (EPA).

a Promedios para cada período de las tasas trimestrales de salida del empleo y del desempleo calculadas a partir de los flujos de la EPA.

cercano a 1 pp si se hubiera mantenido el comportamiento de años precedentes.

En conjunto, esta evolución salarial empieza a reflejar una mayor respuesta de los incrementos salariales a la situación específica de las empresas y los sectores de actividad, en línea con el objetivo perseguido por la reforma laboral. No se observan, sin embargo, cambios significativos en la estructura de la negociación, con un peso relativo de los convenios de empresa muy similar al observado previamente. Por otra parte, es aún muy escasa la información disponible para evaluar la efectividad del conjunto de medidas adoptadas para facilitar los descuelgues de los convenios sectoriales y modificar las condiciones laborales pactadas en los convenios colectivos.

En cambio, en el ámbito del empleo no se observan cambios en las pautas recientes de creación y destrucción de empleo. En particular, los flujos de destrucción (véase el cuadro adjunto) se han mantenido en niveles muy elevados y protagonizados por los asalariados con contrato temporal, tanto en el sector público como en el privado. Por colectivos de trabajadores, se mantuvieron más elevados para los ocupados de nacionalidad extranjera, en parte por la mayor intensidad en la destrucción de empleo que siguió observándose en el sector de la construcción. Por el lado de la creación de empleo,

se ha mantenido a su vez la tendencia decreciente de la tasa de salida del desempleo. En este sentido, cabe pensar que se necesita más tiempo para empezar a detectar cambios en la dinámica de ajuste del mercado de trabajo, pues los diferentes cambios introducidos, tanto en los despidos colectivos como en los individuales, y su interacción con el proceso de negociación salarial deberían conducir a un reparto más equilibrado de las necesidades de ajuste entre trabajadores temporales e indefinidos, reduciendo la elevada dualidad que caracteriza al mercado laboral español. La información disponible, en este sentido, es aún muy preliminar, aunque apunta a que los cambios en la definición de despido por causas económicas habrían permitido que alrededor del 40 % de los despidos individuales se realicen por estas causas (frente al 10 %-15 % en la primera fase de la crisis), mientras que los datos sobre la composición de los despidos colectivos muestran que la mayor parte de ellos no son de extinción laboral, sino de reducción de jornada (22 %) y de suspensión temporal de la relación laboral (61 %).

En conjunto, en los últimos trimestres se observa una pauta de moderación salarial cuya profundización resulta vital para acelerar la recuperación de las pérdidas de competitividad de la economía española y, de esta forma, sentar las bases de un mayor crecimiento económico en el futuro que permita una reducción duradera de la tasa de desempleo.

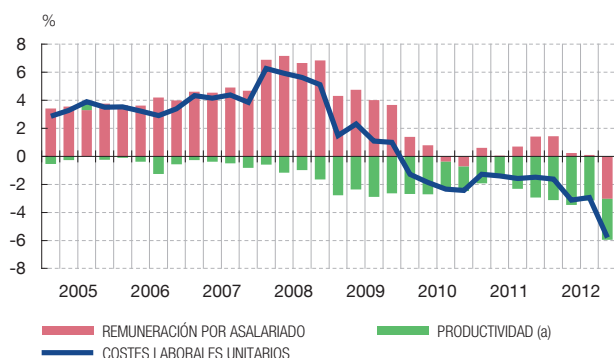
inflación subyacente corregida de estos efectos permaneció en cotas relativamente moderadas. En abril de este año, la tasa de inflación aproximada por el IPC registraba una tasa interanual del 1,4 % y el IPSEBENE del 1,9 %, tasas que todavía están afectadas por los factores con impacto temporal mencionados. A medida que se vayan cancelando estos efectos, la inflación debería retomar una trayectoria de mayor moderación, al igual que los diferenciales de inflación con la UEM (véase gráfico 1.6).

El déficit exterior se redujo sustancialmente en 2012

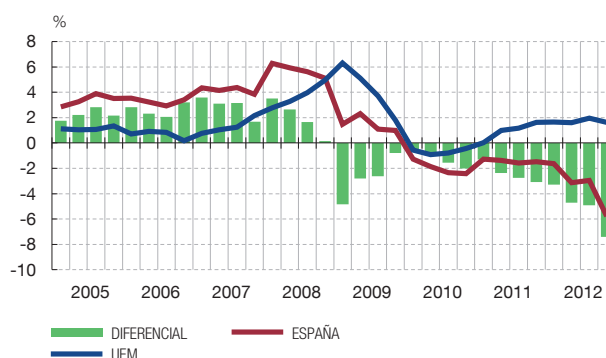
A su vez, el descenso de las necesidades de financiación de la nación se intensificó en 2012, hasta alcanzar un 0,2 % del PIB en el conjunto del ejercicio (3,2 % en 2011), tras una segunda mitad del año en la que se generó capacidad de financiación, por primera vez desde 1995. Desde la óptica de los sectores institucionales, esta mejora se debió exclusivamente al exceso de ahorro sobre inversión de las sociedades no financieras, que incrementaron su capacidad de financiación hasta el 3,5 % del PIB (frente a un déficit del 10,7 % del PIB en 2007). En cambio, los hogares prolongaron un año más la trayectoria de disminución en su capacidad de financiación y el sector AAPP aumentó sus necesidades de financiación, hasta cerrar el año con un déficit de las AAPP del 10,6 % del PIB. No obstante, el déficit público se redujo hasta el 7 % del PIB cuando se excluye el impacto de las ayudas financieras.

Pese a la intensa reducción de las necesidades de financiación de la nación, la demanda de fondos para renovar los vencimientos de la abultada deuda exterior fue muy cuantiosa y difícil de satisfacer en los mercados. En el conjunto de 2012, las salidas netas de fondos representaron un 17 % del PIB, lo que hizo imprescindible el recurso del sistema bancario a la liquidez del Eurosistema, como ya se ha señalado. Esta trayectoria revirtió a partir de septiembre del año pasado.

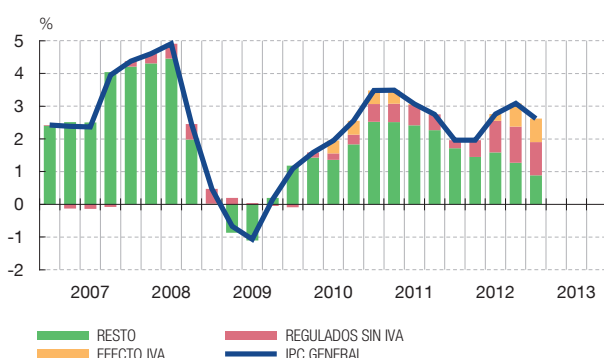
COSTES LABORALES UNITARIOS  
Tasas interanuales



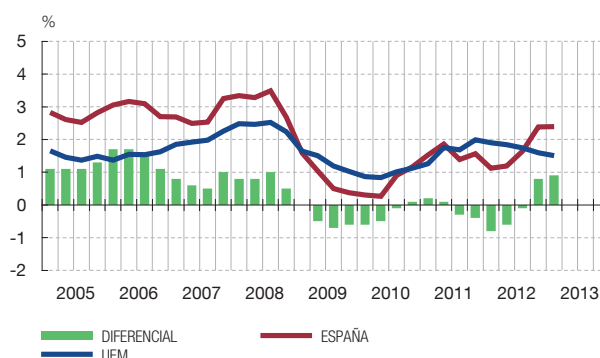
COSTES LABORALES UNITARIOS ESPAÑA-UEM  
Tasas interanuales



ÍNDICE GENERAL (IPC)  
Contribuciones a la tasa interanual



ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA Y ALIMENTOS NO ELABORADOS  
Tasas interanuales



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales cambiadas de signo.

Esta segunda recesión ha alcanzado su fase más restrictiva en el paso del 2012 al 2013 y cabe esperar una paulatina superación de este episodio a lo largo de este año. Las perspectivas de afianzamiento de una recuperación dependen del contexto externo y del avance en los ajustes en los que está inmersa la economía española y que son fundamentales para la recuperación de la confianza y el mantenimiento de la financiación externa.

### 3 El avance en los procesos de ajuste

La economía se encuentra en medio de un proceso de ajuste bajo condiciones financieras muy estrictas, en el que las políticas de oferta y de reforma estructural han de desempeñar un papel determinante de recuperación de la confianza y de impulso al crecimiento

La sostenibilidad de la recuperación dependerá del ritmo y del alcance de los ajustes pendientes

La economía española se encuentra inmersa en un proceso de ajuste muy profundo en medio de circunstancias muy adversas. Las condiciones financieras continúan siendo muy estrictas a pesar del alivio de las tensiones en el área del euro, y no existe margen de maniobra significativo para el recurso a las políticas macroeconómicas de estímulo de la demanda, más allá del que puede provenir de la normalización del mecanismo de transmisión de la política monetaria, que todavía hoy se encuentra dañado. Corresponde a las políticas de oferta y de reforma estructural desempeñar un papel determinante en la recuperación de la confianza interna y externa y en el impulso del crecimiento a medio y largo plazo, que permitan aliviar los efectos a corto plazo de los procesos de ajuste.

El ritmo y el alcance de los ajustes serán los principales determinantes de la fuerza y de la sostenibilidad de la recuperación. La valoración de estos procesos es el aspecto más relevante del análisis de la coyuntura y de las perspectivas de crecimiento. A continuación se realiza un análisis selectivo de estos ajustes, abordándose sucesivamente el reequilibrio

externo, la consolidación presupuestaria, el desendeudamiento del sector privado y, por último, la reestructuración del sistema bancario.

### 3.1 LA RECUPERACIÓN DE LA COMPETITIVIDAD Y EL REEQUILIBRIO EXTERIOR

La mejora de la competitividad y la corrección del desequilibrio externo constituyen objetivos centrales de la política económica

Avances en la competitividad impulsarán al sector exterior como motor del crecimiento y ayudará en la difícil tarea de conseguir una mejora permanente de las cuentas exteriores

La recuperación de la competitividad dentro de la UEM requiere ajustes, en términos comparativos, de salarios, productividad y márgenes

Los índices de competitividad-precio reflejan mejoras, que son más acusadas en términos de costes laborales unitarios

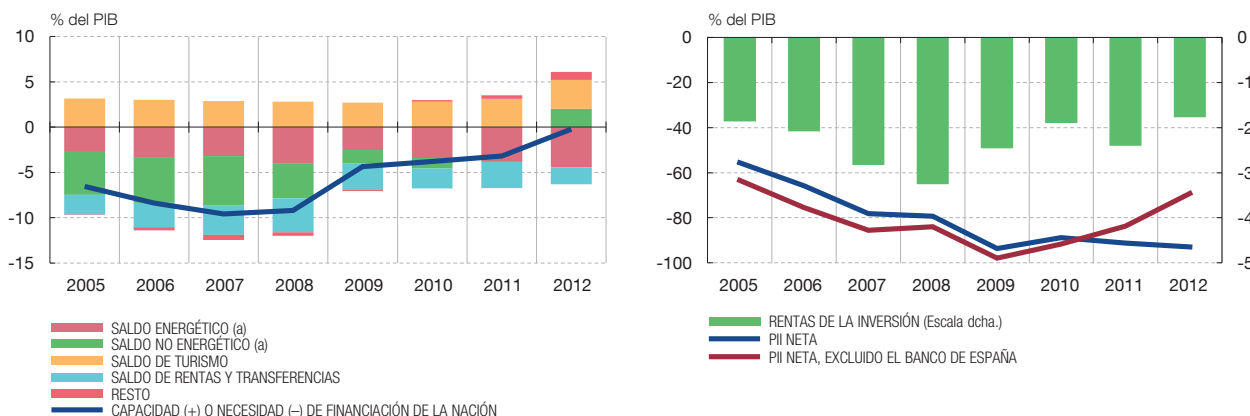
La pérdida de competitividad, el abultado desequilibrio exterior (impulsado, en parte, por la presión del gasto interno) y la elevada dependencia del ahorro externo fueron ingredientes fundamentales del deterioro que registró la economía española una vez que la crisis financiera internacional, la gran recesión y la crisis de la deuda soberana cambiaron la actitud ante el riesgo de los inversores y se produjo un gran repliegue de la financiación transfronteriza. En estas condiciones, la mejora de la competitividad y la corrección del desequilibrio externo se han convertido en exigencias fundamentales para la recuperación de la economía española.

El logro de mejoras sustanciales en la competitividad es imprescindible para asegurar que el sector exterior pueda seguir amortiguando el impacto de una demanda interna que estará sometida, durante algún tiempo, a los efectos del desapalancamiento del sector privado y de la consolidación presupuestaria. Desde una perspectiva más de medio plazo, un modelo productivo más orientado a las exportaciones y con mayor peso de las actividades comercializables propiciará una asignación más equilibrada de los recursos productivos y esto, a su vez, favorecerá una menor dependencia importadora. Adicionalmente, para resolver el problema de endeudamiento exterior excesivo es imprescindible enderezar de forma sostenible la situación de la balanza de pagos.

Dentro de la UEM, y sin la posibilidad de utilizar el tipo de cambio como instrumento de política económica, la única vía para recuperar competitividad y reabsorber los desfases de precios relativos con países pertenecientes a la zona del euro es mediante un proceso de ajuste de costes y precios, junto con aumentos de productividad, derivados de un funcionamiento económico más eficiente.

En España, las pérdidas de competitividad fueron muy cuantiosas durante la primera década de pertenencia a la moneda única, en un contexto en el que las características de los mercados de productos y factores impidieron que el canal de ajuste de precios y costes relativos funcionara adecuadamente. Esta falta de respuesta de las variables nominales a los requerimientos cíclicos se prolongó durante los primeros años que siguieron a la crisis financiera internacional, lo que contribuyó a profundizar el proceso de destrucción de empleo, de modo que las incipientes mejoras de los índices de competitividad descansaron únicamente en las ganancias de productividad generadas por este proceso de reducción de empleo. Posteriormente, los salarios entraron en una senda de moderación, que se intensificó en 2012, mientras que la productividad continuó aumentando a lo largo de estos años, al hilo de la prolongación de la negativa trayectoria del mercado laboral. Por su parte, los márgenes han seguido un perfil contracíclico, en parte por el objetivo de las empresas de sanear su posición patrimonial y estar en mejor situación para afrontar la difícil situación financiera, aunque su aumento también refleja la persistencia de falta de competencia en algunos sectores.

En conjunto, los diferentes índices que aproximan la evolución de la competitividad-precio han acopiado mejoras de diferente grado de intensidad, más pronunciadas cuando se aproximan por los costes laborales unitarios (CLU). Para el agregado de la economía de mercado esta variable suma un descenso de 7 pp desde el tercer trimestre de 2009 (cuando inició su trayectoria descendente), lo que supone una corrección de dos terceras partes del diferencial con la zona del euro que había acumulado desde el inicio de la UEM.



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

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

A su vez, la corrección del diferencial en términos de los CLU para el total de la economía se ha completado ya en 2012, si bien el comportamiento en este último año estuvo muy influido por el descenso de los salarios en el sector público.

La disminución del déficit exterior se aceleró en 2012, hasta su práctica eliminación

El proceso de corrección del déficit exterior que comenzó tímidamente en 2007 se intensificó en 2012, situándose el saldo de esta partida en un -0,2 % del PIB. Las proyecciones disponibles apuntan a que este año se consolidará el signo positivo que ha mostrado la balanza de pagos en la parte final del pasado ejercicio, y que esta trayectoria se prolongará el año que viene.

Desde 2007, solo las rentas de inversión y la factura energética han frenado la mejora en la capacidad de financiación

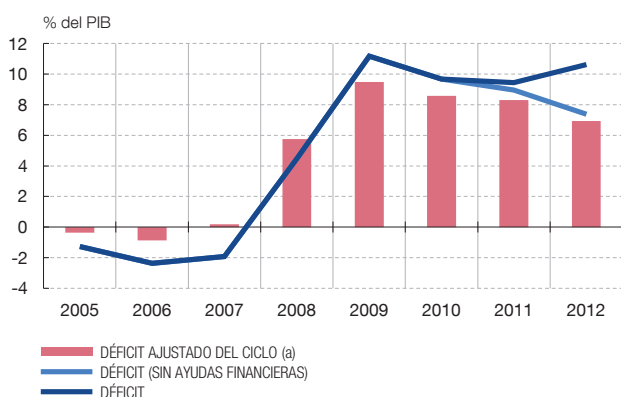
Cuando se analiza por componentes, se observa que la disminución de las necesidades de financiación desde 2007 (de 9 pp del PIB) se ha basado principalmente en la mejora del saldo comercial de bienes no energéticos, que ha recortado su déficit en 6,5 pp, hasta alcanzar un superávit en 2012. Los intercambios de servicios con el exterior han contribuido en el mismo sentido, aunque en una cuantía inferior (1,5 pp), debido al cambio de signo del saldo de los servicios no turísticos y al mantenimiento de un superávit correspondiente a los servicios turísticos en niveles precrisis, aunque con ciertas oscilaciones a lo largo de estos años. En sentido contrario, el elevado peso que han representado el déficit energético y el déficit de rentas constituye un freno del margen de mejora de la capacidad de financiación.

La reducción de las necesidades de financiación en 2012 siguió una pauta similar a la descrita para el conjunto del período, salvo en lo que se refiere al déficit de rentas de inversión, que disminuyó como resultado de la caída de los tipos de interés y del cambio de composición en la Posición de Inversión Internacional (PII), factores ambos de naturaleza esencialmente transitoria (véase gráfico 1.7).

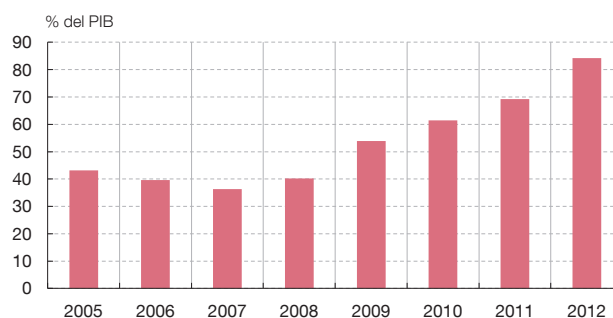
El ajuste del sector exterior se ha basado en la debilidad del gasto interno, pero también en las ganancias de competitividad

Desde el punto de vista de la contribución relativa de las exportaciones y de las importaciones a la mejora del saldo de bienes y servicios frente al exterior, algo más de dos terceras partes refleja el aumento de las exportaciones —con un incremento en el margen intensivo pero también de la base exportadora—, y el resto, el descenso de las importaciones, como consecuencia, principalmente, de la debilidad de la demanda. Esta evolución, unida a la información que proporcionan indicadores del carácter más o menos estructural del ajuste, indica que los factores cíclicos han desempeñado un papel relevante

DÉFICIT DE LAS AAPP



DEUDA DE LAS AAPP



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

en este ajuste, si bien el peso de las ganancias de competitividad está adquiriendo una importancia creciente en la corrección del desequilibrio exterior.

Se ha detenido el aumento del endeudamiento neto exterior, pero hay que asegurar su disminución en una fase de mayor crecimiento

La disminución del déficit exterior ha permitido detener la dinámica expansiva de la posición deudora frente al exterior, que alcanzó un nivel máximo de casi el 94 % del PIB en 2009, uno de los más elevados de la zona del euro. No obstante, en 2012 la PII se situaba todavía por encima del 90 % del PIB. El saldo de los intercambios con el exterior una vez descontado el déficit de rentas alcanzó un superávit en el entorno del 1,6 % del PIB, lo que sitúa a la economía española en buena posición para empezar a corregir ese saldo deudor. No obstante, dada la evolución previsible de las sub-balanzas energéticas y de rentas a corto plazo, y el hecho de que su déficit solo pueda ser corregido de forma gradual, es imprescindible seguir generando ganancias de competitividad que impulsen las exportaciones netas de bienes y servicios e incrementen el saldo primario de la balanza de pagos.

En resumen, pese a la intensa corrección del desequilibrio exterior, la situación del sector muestra una serie de fragilidades que han de superarse para asegurar que el superávit y la disminución de la posición deudora internacional puedan mantenerse en una fase de mayor crecimiento.

3.2 CONSOLIDACIÓN FISCAL

La consolidación presupuestaria progresó en 2012, siguiendo un proceso que se está revelando costoso...

En 2012 la economía española continuó el proceso de consolidación fiscal que había iniciado en 2010. La necesidad de financiación de las AAPP ascendió al 10,6 % del PIB, aunque debe tenerse en cuenta que esta cifra incluye el impacto derivado de las ayudas concedidas a las instituciones financieras, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital, en una cuantía del 3,6 % del PIB. Si se descuenta este efecto, desde 2009 el déficit de las AAPP se redujo en 4,2 pp, hasta el 7%, mientras que la ratio de deuda pública se incrementó en 50 pp, desde el mínimo observado en 2007 hasta el 84,2 % del PIB de 2012 (30,3 pp desde 2009) (véase gráfico 1.8).

La disminución del déficit público se está revelando un proceso costoso, como muestra el hecho de que las importantes medidas adoptadas, tanto en términos de la variedad de las partidas presupuestarias afectadas como de la magnitud de los ajustes instrumentados, se hayan traducido en avances acotados, manteniéndose una cifra de déficit todavía elevada (véase recuadro 1.2). La disminución desde 2009 del déficit estructural primario, de 6,5 pp, cuando se computa sin ayudas financieras, ilustra más claramente la magnitud del esfuerzo fiscal realizado.

El deterioro de la posición fiscal ha sido una de las consecuencias más generalizadas de la crisis económica y financiera en la mayoría de los países desarrollados. En el caso concreto del área del euro, este deterioro, junto con las dudas sobre las perspectivas de crecimiento, la incertidumbre sobre los costes de reestructuración de los sistemas bancarios y las carencias en la gobernanza de la zona del euro, fue de hecho el origen de la crisis de deuda soberana que se inició en Grecia y que con posterioridad se extendió al resto de países periféricos. Las autoridades europeas entendieron desde el primer momento que la superación de esta crisis requería un conjunto de actuaciones, entre las que se consideró como prioritario el seguimiento de procesos de consolidación fiscal, que en la mayoría de los países se iniciaron en 2010, con el objetivo de recuperar la confianza de los mercados internacionales y evitar que la deuda pública se situara en una trayectoria insostenible.

La implementación de estos procesos de consolidación fiscal se ha visto sujeta a dificultades, resultando en muchos casos en incumplimientos reiterados de los objetivos fiscales marcados inicialmente. En este contexto, ha surgido un intenso debate sobre la adecuación del ritmo temporal y grado de ajuste fiscal de las economías. Una buena parte de este debate se ha concentrado en el análisis del valor de los denominados «multiplicadores fiscales». Este recuadro analiza esta cuestión, proporcionando evidencia empírica para el caso español y discutiendo sus implicaciones sobre la pauta de consolidación fiscal.

Debe reconocerse que existe gran incertidumbre sobre los efectos macroeconómicos de la política fiscal. En particular, en el corto plazo, el impacto del déficit público sobre la tasa de crecimiento depende de un conjunto muy amplio de condiciones, tales como la composición del ajuste (la distribución del esfuerzo entre distintas medidas de reducción de gasto o aumento de impuestos), el momento cíclico, los niveles de deuda de partida, el comportamiento de la política monetaria o el régimen del tipo de cambio. La literatura ha enfatizado la posibilidad de que los llamados «multiplicadores fiscales» sean mayores en situaciones macroeconómicas como las actuales, de recesión económica y/o crisis financiera, debido a que existen más recursos ociosos en la economía y/o los agentes pueden estar más restringidos, o en las que

la política monetaria no puede reaccionar compensando los efectos de la restricción fiscal por situarse los tipos de interés en su límite inferior. Para el caso concreto de España, se han estimado estos multiplicadores fiscales bajo distintas circunstancias (véase cuadro adjunto). En general, se confirma la importancia de tener en cuenta las condiciones macroeconómicas a la hora de anticipar los efectos de la política fiscal. En particular, se muestra que los multiplicadores del gasto público (consumo e inversión pública) son más elevados en momentos de recesión económica y estrés financiero, si bien las diferencias en su valor frente a etapas de expansión son más reducidas que las estimadas para Estados Unidos<sup>1</sup>.

En el mismo sentido, Blanchard y Leigh (2013), en un influyente trabajo reciente, muestran evidencia de que durante la crisis económica las proyecciones macroeconómicas del FMI han sido optimistas de manera sistemática y que estos errores están correlacionados con la magnitud de los ajustes fiscales previstos, lo que sugeriría que los efectos restrictivos de las consolidaciones fiscales estarían siendo más elevados que los derivados de los multiplicadores utilizados en los modelos de proyección macroeconómica (que, aunque depende del instrumento fiscal utilizado, se situarían en general por debajo del 0,5). La evidencia mostrada parece, sin embargo, sugerir que estas conclusiones no son extrapolables a todos los países analizados. En este sentido, se ha efectuado un análisis similar para el caso español, en el que, en primer lugar, se calculan los errores de previsión observados para la economía española en los ejercicios de previsión del Eurosistema, corrigiéndolos del impacto de los cambios observados en los

1 Las estimaciones de los multiplicadores para los estados de expansión/recesión económica, estrés/no estrés financiero y estrés/no estrés fiscal mostrados en el cuadro adjunto se han aproximado a partir de la brecha de producción, la tasa de morosidad y las variaciones en el nivel de deuda pública, respectivamente. Alternativamente, los estados de expansión/recesión se han aproximado a partir del crecimiento del PIB real y la tasa de paro, los de crisis/no crisis financiera a partir del flujo de crédito al sector privado y los de estrés/no estrés fiscal a partir del nivel de deuda pública sobre el PIB y el déficit público, y los resultados no cambian de forma significativa. Por otro lado, las diferencias entre regímenes en los multiplicadores presentados en el cuadro son, en general, estadísticamente significativas.

Régimen	Multiplicador para una perturbación negativa del gasto público (a)	
	Cuatro trimestres después de la perturbación	Ocho trimestres después de la perturbación
Expansión	-0,47 *	-0,25 *
Recesión	-1,15 *	-1,67 *
No estrés fiscal	-0,73 *	-0,31 *
Estrés fiscal	-0,12	-0,16
No estrés financiero	-0,61 *	-0,06
Estrés financiero	-0,96 *	-0,89 *

FUENTE: Hernández de Cos y Moral-Benito (2013).

NOTA: \* significativo estadísticamente al 5 %.

a Los multiplicadores del cuadro recogen la respuesta del PIB a una disminución de un euro en el gasto público.

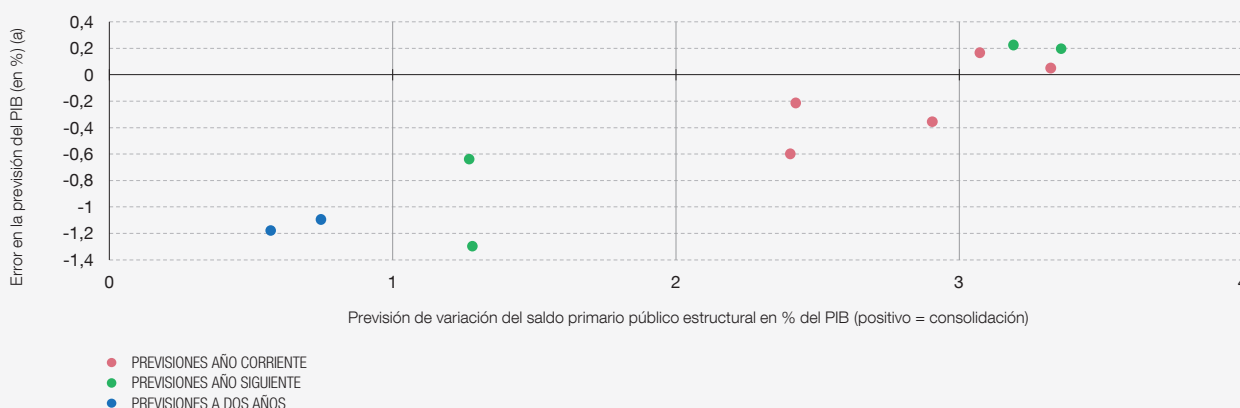
supuestos externos, incluidos los fiscales, respecto a los utilizados en el momento de efectuar las previsiones (véase gráfico 1). Las conclusiones de este análisis muestran, por una parte, que los errores de previsión no han sido siempre del mismo signo y, por otra, que estos errores de previsión no están correlacionados negativamente con la consolidación fiscal inicialmente prevista, conclusión que no respaldaría la idea, para el caso español, de que los multiplicadores estuvieran siendo significativamente más elevados en la situación actual que los incorporados en los modelos de proyección.

Dado el posible efecto de la política fiscal sobre la confianza de los agentes, la literatura ha enfatizado también la posibilidad de que

los multiplicadores sean menores, o incluso negativos, bajo situaciones de estrés fiscal, lo que puede ser también relevante en la situación actual, dados los incrementos observados de las ratios de deuda pública sobre el PIB y de las primas de riesgo. En este sentido, se encuentra evidencia para el caso español de que los multiplicadores son menores en situaciones de estrés fiscal determinadas por incrementos anormalmente grandes en el nivel de endeudamiento público (véase cuadro adjunto).

La determinación del nivel de estrés fiscal está relacionada con los conceptos que están siendo discutidos actualmente en la literatura económica de «límite fiscal» y «umbral de deuda». Este último podría definirse como el nivel de deuda pública que los mercados

1 ERRORES DE PREVISIÓN DEL PIB REAL Y CONSOLIDACIÓN FISCAL. EL CASO ESPAÑOL

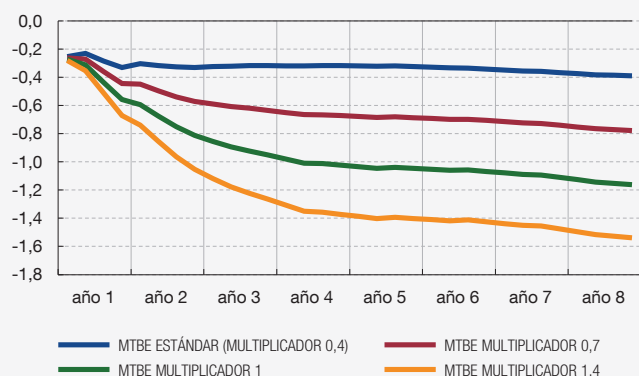


FUENTE: Banco de España.

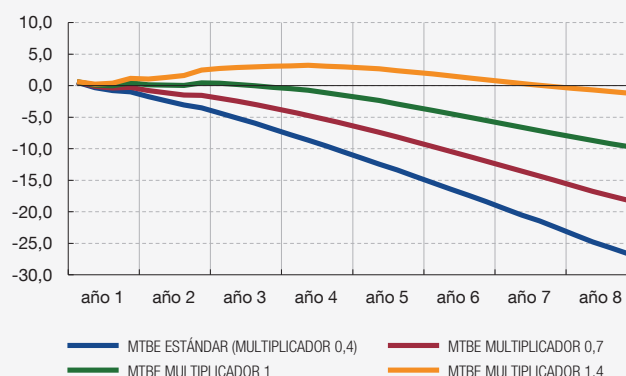
a Corregido de desviaciones en los supuestos exógenos: se utiliza el MTBE para aproximar cómo habría cambiado la previsión si se hubiera dispuesto originalmente de supuestos correctos para el sector exterior, los tipos de interés, y la cuantía y composición de la consolidación fiscal finalmente observada. Los resultados son similares si no se aplica esta corrección.

2 CONSOLIDACIÓN FISCAL, VALOR DE LOS MULTIPLICADORES Y EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA SOBRE EL PIB. EL CASO ESPAÑOL (a)

2.1 MULTIPLICADOR (RESPUESTA DEL PIB A LA PERTURBACIÓN FISCAL)



2.2 RESPUESTA DE LA DEUDA PÚBLICA A LA PERTURBACIÓN FISCAL (DIFERENCIA % DEL PIB)



FUENTE: Banco de España.

a Respuesta del PIB y de la ratio de deuda sobre el PIB ante una perturbación fiscal basada en aumentos de impuestos y reducciones de gastos, simulada con distintos valores para el multiplicador fiscal (MTBE estándar es el valor habitualmente utilizado, mientras que los demás resultados se obtienen añadiendo a esta simulación una respuesta negativa —de distinta intensidad— de la confianza de hogares y empresas ante el shock fiscal, que genera multiplicadores más elevados).



consideran implícitamente como referencia y a partir del cual una economía empezaría a encontrarse sujeta a dificultades para financiarse en los mercados a costes compatibles con sus fundamentales, en la medida en que a partir de dicho límite de deuda los agentes comenzarían a percibir riesgos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas del país. La evidencia disponible para España sobre esta cuestión [véase Andrés *et al.* (2013)] sugiere que el nivel de deuda pública alcanzado en la actualidad se acercaría al entorno de dicho umbral, de manera que el anclaje de las expectativas de los agentes en la estabilización de la deuda en dichos niveles o inferiores resultaría relevante para mitigar las presiones sobre los costes de su financiación.

Dadas estas consideraciones, se puede concluir que la estrategia de ajuste fiscal debe tener en cuenta no solo la evolución de la actividad económica, sino también los costes de retrasar excesivamente la consolidación en términos de riesgos para la credibilidad y su impacto sobre la confianza de los agentes. En este sentido, resulta relevante plantearse la cuestión de qué valor deberían alcanzar los multiplicadores fiscales para que la consolidación fiscal genere un incremento de la ratio de deuda pública sobre el PIB, esto es, el impacto contrario al pretendido (lo que se conoce como «consolidaciones *self-defeating*»). Para ello se ha realizado

un ejercicio de simulación utilizando el modelo trimestral del Banco de España (MTBE), en el que se analiza el efecto de un ajuste fiscal basado a partes iguales en reducciones de gastos y transferencias, y en aumentos de impuestos, con distintos supuestos sobre los valores de los multiplicadores fiscales (que oscilan entre 0,4 y 1,5). Los resultados muestran que en todos los casos la ratio de deuda sobre el PIB se reduce en el medio y largo plazo, aunque cuando el multiplicador *ex ante* alcanza un valor de 1,5 (que se consigue imponiendo una reacción muy negativa de los agentes ante el ajuste<sup>2</sup>) la ratio de deuda pública puede elevarse temporalmente en el corto plazo (véase gráfico 2). La conclusión de este análisis es que, aunque los multiplicadores se situaran en niveles más elevados que los promedios observados en el pasado pero se mantuvieran en rangos razonables, en general no cabría esperar consolidaciones *self-defeating* en el caso español.

2 El carácter extremo de esta simulación con un multiplicador de 1,5 se pone de manifiesto en el hecho de que en ella la caída de la actividad es tan marcada que el déficit público, *ex post*, apenas se reduce, debido al efecto negativo sobre los impuestos y las prestaciones. El hecho de que en los últimos años sí se haya observado en España una importante reducción del déficit público sería un indicador más de que el multiplicador fiscal de las medidas adoptadas no ha alcanzado estos niveles tan elevados.

... por el creciente peso de la carga financiera, las adversas condiciones cíclicas y las características del proceso de ajuste de la economía

Entre las dificultades a las que se está enfrentando la consolidación presupuestaria hay que mencionar, en primer lugar, el creciente peso de la carga financiera, que se ha duplicado como porcentaje del PIB (hasta alcanzar el 3 % en 2012). En segundo lugar, el hecho de que este proceso se esté realizando bajo unas condiciones económicas muy adversas comporta una aceleración de las partidas de gasto más vinculadas al ciclo económico (prestaciones por desempleo, fundamentalmente) y una merma en la capacidad recaudatoria. Y en este mismo sentido actúan las características del proceso de ajuste de la economía española, en el que, como se acaba de señalar, la única fuente de mejora de la actividad está siendo el sector exterior, lo que limita el potencial de expansión de los ingresos impositivos.

El ajuste ha sido mayor por el lado del gasto que por el de los ingresos, aunque con un elevado sesgo hacia los gastos de capital

La consolidación fiscal se ha concentrado hasta el momento en mayor medida en el lado del gasto público que en el de los ingresos, con un peso muy elevado del ajuste en los gastos de capital (en particular, en la inversión pública y, en menor medida, en la remuneración de asalariados, que se situaron en 2012 en el 40 % y el 90 %, respectivamente, de su nivel observado en 2009). En el caso de los impuestos, los incrementos fueron generalizados en todas las figuras tributarias, aunque con un sesgo hacia la imposición indirecta, frente a la directa.

Por agentes, la disminución del déficit de las AAPP fue el resultado del esfuerzo de contención de los distintos subagentes, salvo la Seguridad Social

El esfuerzo de ajuste se concentró inicialmente en la Administración Central, y en particular en 2012 se extendió a las Administraciones Territoriales, que redujeron de forma significativa sus desequilibrios en dicho año, tras las dudas suscitadas sobre su capacidad de ajuste en los años previos. Por el contrario, la Seguridad Social ha mostrado un paulatino deterioro de su saldo, que se convirtió en deficitario en 2012 (-1 % del PIB, o del -3,2 % neto de las transferencias recibidas principalmente del Estado), como resultado de la combinación de la dinámica alcista del gasto en pensiones —determinada esencialmente por

la evolución demográfica— con el impacto de la negativa evolución del mercado de trabajo sobre las cotizaciones sociales y las prestaciones por desempleo.

En 2012 se aplicó por primera vez la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera

La nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera ha contribuido en su primer año de vigencia a reforzar la transparencia en relación con la información sobre la ejecución presupuestaria de las CCAA, lo que debería facilitar la aplicación de la parte preventiva de la ley. Esta última incorpora asimismo procedimientos de corrección de las desviaciones presupuestarias muy potentes, que no se han aplicado todavía.

Las dificultades de obtención de financiación en los mercados por parte de las CCAA y los retrasos en los pagos a proveedores se han abordado mediante la instauración de distintos fondos de apoyo a la financiación de las Administraciones Territoriales intermedias por la Administración Central (Fondo de Liquidez Autonómica y Plan de Pago a Proveedores), cuya utilización comporta el cumplimiento de los planes de ajuste acordados. La implementación equilibrada de los mecanismos que suministra la ley en los casos en que se observen desviaciones respecto a los objetivos marcados en los citados planes de ajuste es indispensable para evitar que este tipo de ayudas genere incentivos inadecuados.

A pesar del esfuerzo realizado, el tamaño del ajuste pendiente es todavía significativo, pero ineludible

Los supuestos fiscales utilizados en el último «Informe de proyecciones sobre la economía española», publicado en el *Boletín Económico* de marzo, situaban el déficit público en el entorno del 6 % del PIB a lo largo del horizonte de proyección (2013 y 2014), cifras que, de materializarse, no permitirían quebrar la tendencia creciente de la ratio de deuda pública sobre el PIB en el futuro inmediato. Este escenario fiscal pone de manifiesto que, a pesar del intenso proceso de consolidación fiscal realizado, la magnitud del ajuste pendiente es todavía muy significativa si se pretende iniciar un proceso de reducción duradero del endeudamiento del sector público que sea coherente con los requisitos de la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera y con los compromisos asumidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

### 3.3 SANEAMIENTO, RECAPITALIZACIÓN Y REESTRUCTURACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO<sup>2</sup>

La recaída de la economía española y la crisis de confianza del euro aumentaron la presión sobre el sistema bancario

El proceso de ajuste de los desequilibrios acumulados en el sistema bancario español durante la fase expansiva se vio negativamente afectado por la confluencia de la recaída de la actividad en España y de la crisis de confianza del euro. La calidad crediticia de los activos bancarios sufrió un deterioro adicional y la capacidad de los bancos españoles para acceder a los mercados internacionales de financiación se vio severamente constreñida. Como ha ocurrido desde el comienzo de esta crisis bancaria, las tensiones afectaron de manera muy heterogénea a las entidades.

Se aceleró el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema mediante una estrategia basada en cuatro pilares...

El agravamiento de la situación obligó a acelerar el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario. Una importante línea de actuación basculó sobre el saneamiento de los balances bancarios. Los reales decretos leyes 2/2012 y 18/2012 establecieron un proceso acelerado y transparente de saneamiento de las posibles minusvalías asociadas a los activos inmobiliarios, incrementando los niveles de las provisiones específicas y genéricas. Posteriormente, se llevó a cabo una prueba de resistencia detallada y rigurosa para evaluar la capacidad de cada entidad individual para hacer

<sup>2</sup> Para un análisis más detallado de la situación financiera de las entidades españolas, véanse el *Informe Anual, 2011*, el *Informe de Estabilidad Financiera* y la *Memoria de la Supervisión Bancaria en España*, del Banco de España, donde se tratan estos temas con mayor profundidad.

frente a situaciones razonablemente extremas de agudización adicional de las dificultades. Una vez identificadas de este modo las necesidades de reforzamiento del capital de cada banco, el siguiente paso de la estrategia consistió en el diseño de un mecanismo y unas condiciones específicas para la recapitalización y la reestructuración de los bancos que lo necesitaran y para la resolución ordenada de aquellos que no fueran viables. Paralelamente se articularon procedimientos para la segregación y la transmisión de los activos y préstamos inmobiliarios fuera de las entidades en reestructuración. Por último, el esquema de actuación se completó con la puesta en marcha de una reforma sustantiva de la regulación vigente. En el recuadro 1.3 se desarrollan con más de detalle los elementos principales de estas actuaciones.

... que contó con la asistencia financiera del MEDE

En una coyuntura del área del euro extraordinariamente frágil, dominada por la retroalimentación entre los riesgos soberano y bancario, la capacidad de la economía española para financiar por sus propios medios esta estrategia era muy limitada. El Gobierno español solicitó el apoyo de sus socios europeos y, en julio, se formalizó un programa de asistencia financiera para la recapitalización de las entidades españolas en situación de debilidad. El programa se dotó con unos recursos máximos por valor de 100 mm de euros y las condiciones para el desembolso de los fondos se materializaron en un Memorando de Entendimiento, en el que se plasmaron los ejes de actuación ya descritos.

Los avances realizados han sido muy significativos

El memorando impuso unos calendarios exigentes para el cumplimiento de las condiciones establecidas, que se han satisfecho estrictamente. En el último trimestre del pasado año y en el primero del corriente tuvieron lugar las revisiones del programa fijadas en el propio memorando y, en ambos casos, las misiones conjuntas de la Comisión Europea, el BCE, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y la Autoridad Bancaria Europea, con la colaboración del Fondo Monetario Internacional, realizaron una evaluación positiva del cumplimiento de las condiciones, posibilitando así el desembolso efectivo de los fondos.

Los recursos aportados por el MEDE han ascendido, finalmente, a algo más de 41 mm de euros. De ellos, 39 mm se han destinado a la recapitalización por parte del FROB de las entidades que no pudieron cubrir sus necesidades de capital por sus propios medios (las de los llamados «grupos 1 y 2», de acuerdo con la terminología del Memorando de Entendimiento). El resto ha financiado la participación del FROB en la SAREB, la sociedad creada para gestionar los activos inmobiliarios segregados de los balances de los bancos.

Entre los esfuerzos de recapitalización realizados en esta nueva etapa han de incluirse las ampliaciones privadas de capital y las ventas de algunos activos llevadas a cabo por los bancos del grupo 3<sup>3</sup>, que, de este modo, cubrieron sin recurrir a ayudas públicas la brecha de capital estimada en las pruebas de resistencia. Las necesidades de inyecciones públicas se redujeron también como resultado de la asunción de pérdidas por parte de accionistas y tenedores de instrumentos híbridos. Asimismo, hay que señalar que las reformas regulatorias llevadas a cabo incluyen la exigencia, para todas las entidades, de un coeficiente mínimo de capital principal del 9 % a partir de enero de este año.

El redimensionamiento de la actividad bancaria se aceleró también como resultado, entre otros factores, de los planes de reestructuración aprobados para los bancos de los grupos 1 y 2. En términos de oficinas, empleados o activos, estos planes contemplan reducciones para finales de 2017 que, en promedio, oscilan entre el 40 % y el 60 % con respecto a la situación en 2010. Y lo propio cabe señalar en relación con el proceso de saneamiento, que, fruto de las diferentes

3 Entidades para las que se identificaron necesidades de capital, pero que podían ser cubiertas por sus propios medios.

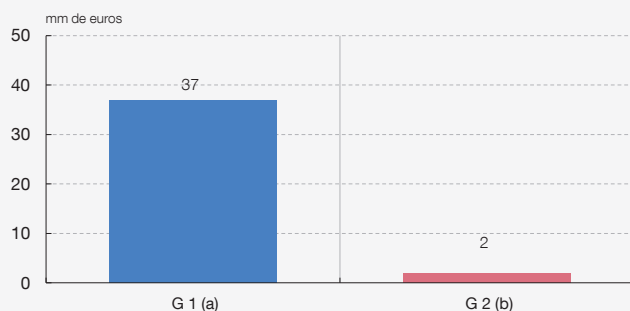
A lo largo de 2012 y de los primeros meses de 2013 se ha producido un avance muy significativo en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario español, basado fundamentalmente en cuatro líneas principales de actuación: la identificación de las necesidades individuales de capital de cada banco; una recapitalización y reestructuración —o, en caso de no viabilidad, resolución ordenada— de las entidades en situación de mayor vulnerabilidad; el saneamiento, la segregación y la transferencia de los activos relacionados con el sector inmobiliario, y, por último, una importante reforma regulatoria.

Dado que este plan de acción requería la movilización de fondos públicos y que las tensiones financieras y las elevadas necesidades de financiación del sector público limitaban la capacidad de obtención de los recursos a precios razonables en los mercados, el Gobierno español solicitó asistencia financiera a nuestros socios comunitarios para llevarlo a cabo. Concretamente, la ayuda se plasmó en un programa de asistencia financiera para la recapitalización de los bancos que lo necesitaran, dotado con una

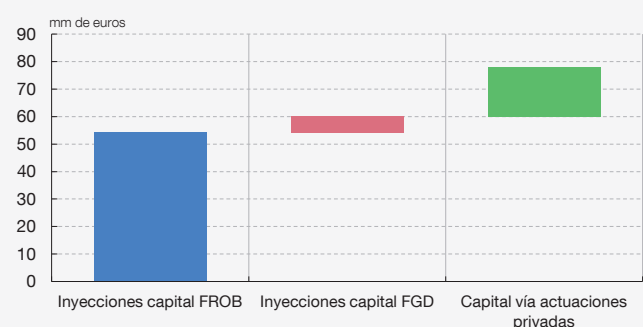
disponibilidad máxima de recursos de 100 mm de euros. La correspondiente condicionalidad sobre el sistema financiero quedó recogida en el Memorando de Entendimiento (MdE) firmado el 20 de julio de 2012. En dicho documento se establecieron las medidas concretas que se habían de adoptar en dos ámbitos: el que afecta a las entidades que han requerido ayudas públicas y el referido al sector en su conjunto. El objetivo final de todas ellas es aumentar la capacidad de resistencia del sistema financiero frente a perturbaciones adversas.

Para la identificación de las necesidades de capital, las autoridades encargaron la realización de dos pruebas de resistencia a expertos independientes. La primera, realizada en junio de 2012 por dos consultoras, fue de carácter agregado (*top-down*) y participaron en ella los principales grupos bancarios españoles, con un peso final conjunto de los participantes de alrededor del 90 % de los activos del sector. Se contemplaron dos escenarios macroeconómicos: el denominado «base», que se juzgaba que tenía una mayor probabilidad de ocurrencia y para el que se exigía mantener

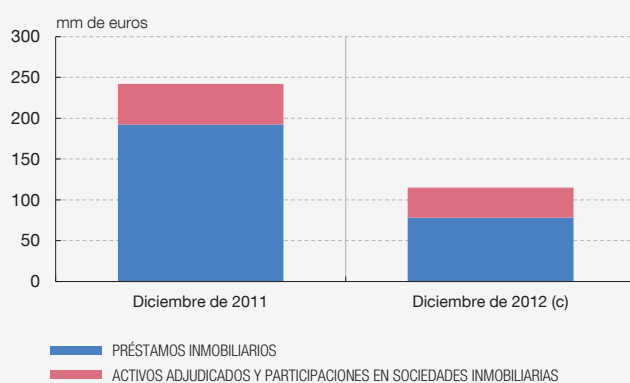
1 AYUDAS PÚBLICAS DE CAPITAL TRAS LA PRUEBA DE RESISTENCIA



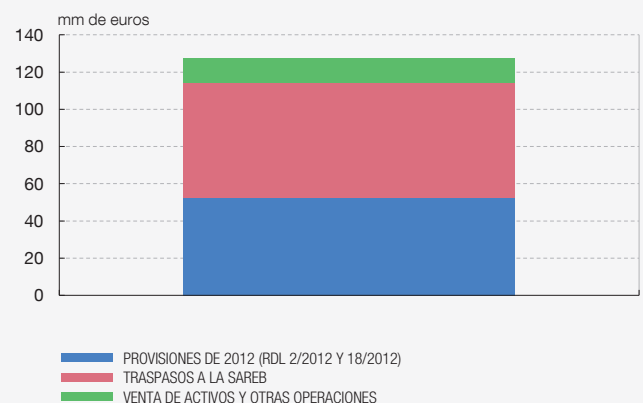
2 INYECCIONES DE CAPITAL DURANTE LA CRISIS



3 EXPOSICIONES NETAS DE PROVISIONES AL SECTOR INMOBILIARIO



4 REDUCCIÓN EN LAS EXPOSICIONES AL SECTOR INMOBILIARIO EN 2012



FUENTE: Banco de España.

- a Entidades participadas mayoritariamente por el FROB.
- b Resto de entidades con necesidades de capital adicional.
- c No se incluyen los activos transferidos a la SAREB en febrero de 2013 por las entidades del grupo 2.

una ratio de capital principal (según la definición de la Autoridad Bancaria Europea) del 9 % al final de 2014, y otro más adverso, considerado muy poco probable (la probabilidad de que se materializara se estimó en menos de un 1 %), en el que el nivel de la ratio debía ser como mínimo del 6 % en esa misma fecha. Los resultados, que se dieron a conocer el 21 de junio, arrojaron una estimación de las necesidades adicionales de capital del sistema de entre 16 mm y 26 mm de euros en el primer escenario, y de entre 51 mm y 62 mm de euros en el segundo.

Tras este primer trabajo, que sirvió para acotar el déficit global de capital del sistema, entre julio y finales del mes de septiembre se llevó a cabo la segunda prueba de resistencia, con el fin de determinar las necesidades de capital de cada entidad (ejercicio *bottom-up*). Los escenarios contemplados, los requisitos de capital y las entidades consideradas fueron los mismos que en el primer ejercicio, y de su desarrollo se encargó una de las dos consultoras que lo realizaron, junto a la cual participaron las cuatro principales firmas de auditoría españolas y seis sociedades de valoración inmobiliaria nacionales e internacionales. La prueba se llevó a cabo de forma muy rigurosa, a partir de un uso muy exhaustivo de la información y sobre la base de un control estricto del proceso, en cuya gobernanza estuvieron implicadas tanto las autoridades españolas (Banco de España, Ministerio de Economía y Competitividad y FROB) como autoridades internacionales (Comisión Europea, Banco Central Europeo, Autoridad Bancaria Europea y Fondo Monetario Internacional, como asesor). Los resultados, que se hicieron públicos el 28 de septiembre, arrojaron una estimación de las necesidades de capital máximas globales de 57 mm de euros en el escenario más adverso, distribuidos entre las entidades de manera muy heterogénea. Más concretamente, de los 17 grupos analizados, siete (que suponían el 62 % de la cartera de créditos) no presentaron ninguna necesidad adicional de recursos propios, mientras que para los otros 10 las necesidades identificadas se concentraban (un 86 % del total) en las cuatro entidades que ya entonces estaban participadas mayoritariamente por el FROB.

El segundo componente de la estrategia ha sido la recapitalización de las entidades viables para las que se había identificado una brecha de capital. De las 10 entidades en esa situación, dos fueron capaces de cubrirla por sus propios medios mediante ampliaciones de capital, recompra de deuda subordinada y la liquidación de activos. El resto contó con ayudas públicas aportadas por el FROB y financiadas a través del MEDE, en el marco del programa de asistencia financiera aprobado. El volumen finalmente inyectado fue, no obstante, inferior al estimado en las pruebas de resistencia, como resultado de la aplicación de una serie de medidas, en línea con los acuerdos recogidos en el MdE, entre las que se incluyen la asunción de pérdidas por parte de accionistas y tenedores de instrumentos híbridos, el traspaso de activos a la entidad creada para su gestión y venta [la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB)] y la desinversión en otros activos. Tras esos ajustes, las ayudas públicas fueron de 39 mm de euros (véase gráfico 1), de los que 37 mm se destinaron a las entidades participadas mayoritariamente por el

FROB (grupo 1), y el resto, a los otros bancos que no pudieron cubrir sus necesidades de capital por su propios medios y que forman el denominado «grupo 2». Las inyecciones se completaron en diciembre de 2012, en el primer caso, y marzo de 2013, en el segundo (excepto en el caso de una entidad, que se realizaron en abril). Las entidades que recibieron ayuda pública han presentado, en cumplimiento de las provisiones del MdE, planes de reestructuración, que contemplan compromisos para una reducción muy importante del número de oficinas, de empleados y de activos ponderados por riesgo en el período comprendido entre 2010 y 2017 (del 60 %, 50 % y 60 %, respectivamente, en las del grupo 1, y del 40 %, 40 % y 50 % en las del grupo 2). Estos planes han sido ya aprobados por el Banco de España y la CE.

Tras estas nuevas aportaciones del FROB, el importe total de las ayudas públicas en forma de capital concedidas desde el principio de la crisis asciende a 54 mm de euros. Adicionalmente, el Fondo de Garantía de Depósitos había llevado a cabo ya recapitalizaciones por valor de 6 mm más, a los que hay que añadir los incrementos de capital por la vía de actuaciones privadas, que han supuesto otros 18 mm. En total, la recapitalización del sistema financiero durante este período supera los 78 mm de euros (véase gráfico 2).

El tercer pilar de la estrategia tenía como objetivo el saneamiento y la reducción de la exposición de los balances de las entidades bancarias al sector inmobiliario. Los RDL 2/2012 y 18/2012 introdujeron medidas para conseguir un proceso acelerado y transparente de saneamiento de las posibles minusvalías asociadas a los activos inmobiliarios, incrementando los niveles de las provisiones específicas y genéricas y estableciendo la necesidad de un colchón de capital adicional para cubrir posibles pérdidas asociadas a activos relacionados con el suelo. Con la aplicación de las nuevas normas, los porcentajes de cobertura de los activos relacionados con la promoción inmobiliaria alcanzarían un 45 % de su importe total, llegando hasta el 80 % en el caso del suelo<sup>1</sup>. Posteriormente, y en cumplimiento del MdE, en diciembre de 2012 se constituyó la SAREB, una sociedad para la gestión de activos inmobiliarios, que cuenta actualmente con un capital de 4,8 mm de euros, con una participación del 44 % del FROB (el resto está en manos de inversores privados, bancos y compañías de seguros, en su mayor parte). Las entidades que han recibido las nuevas ayudas públicas han tenido que transferir a dicha sociedad todos los activos inmobiliarios adjudicados y préstamos a promotores cuyo valor neto contable superaba los 100.000 y los 250.000 euros, respectivamente, y las participaciones accionariales de control vinculadas al sector promotor. El precio de transferencia se calculó, siguiendo las condiciones del MdE, según el valor económico de los activos, al que se aplicaron unos ajustes adicionales, con un recorte medio del 65 % en relación con el valor en libros para los activos adjudicados y del 48 % para los préstamos. En diciembre

1 A este límite se llegaba a través de la exigencia de un colchón de capital adicional, que ha sido derogado por el RDL 24/2012, quedando finalmente la cobertura del suelo en el 60 %.

de 2012 y febrero de 2013 se han transferido los activos de las entidades de los grupos 1 y 2, respectivamente, por un importe efectivo total de 51 mm de euros<sup>2</sup>. Para la SAREB se ha diseñado un plan de negocio con un horizonte a 15 años y su gestión está bajo la supervisión del Banco de España y de un comité de seguimiento, donde participa también el Banco de España, junto con otras autoridades nacionales e internacionales.

Como resultado de todas estas acciones y, en menor medida, de la venta de activos y de otras actuaciones, la exposición neta total (después de aplicar las provisiones) de los balances bancarios al sector inmobiliario se ha reducido, durante 2012, en 127,2 mm de euros, tal y como se puede apreciar en los gráficos 3 y 4<sup>3</sup>.

Por último, el cuarto bloque de la estrategia se centró en la reforma regulatoria. Concretamente, en el RDL 24/2012, aprobado el 31 de agosto, se estableció un moderno marco de gestión y resolución de crisis bancarias en el que se agiliza la intervención del Banco de España en caso de que se detecten dificultades en una entidad, se delimitan las competencias del FROB y del FGD y se refuerzan las herramientas del primero en todas las fases de gestión de la crisis. Además, el Banco de España pasó a asumir las competencias en materia de autorización y sanción de entida-

des de crédito (función que anteriormente desempeñaba el Ministerio de Economía y Competitividad), y se estableció un requisito de capital más exigente que deben cumplir las entidades de crédito desde el 1 de enero de este año, fijándose un nivel mínimo de capital principal del 9%<sup>4</sup>. Dicha norma también contempla otros aspectos, como el establecimiento de límites a las retribuciones de los administradores de las entidades que hayan recibido apoyo financiero y la mejora de los mecanismos de protección de inversores minoristas, exigiendo mayor transparencia en la comercialización de productos no cubiertos por el FGD. Más recientemente, se aprobó la Circular 6/2012, en la que se introdujo una mayor transparencia de la información financiera de las entidades, especialmente de la relacionada con riesgos inmobiliarios y de los créditos refinanciados y reestructurados. En los próximos meses también está prevista la aprobación de una nueva norma por la que las cajas de ahorros, cuya actividad ya se realiza a través de bancos comerciales en la práctica totalidad de los casos, se convertirán en fundaciones, que tendrán importantes incentivos para reducir sus participaciones por debajo de los niveles de control, completándose así el proceso de reforma del modelo de la gobernanza de este tipo de instituciones iniciado en 2010. Por último, se están llevando a cabo una serie de trabajos con el fin de perfeccionar los métodos de supervisión del Banco de España y de mejorar el sistema de provisiones por deterioro de la cartera de créditos.

2 Los activos estaban contabilizados en los balances de las entidades por un importe bruto de 106 mm de euros.

3 Para el cálculo de este importe se ha tenido en cuenta la transferencia a la SAREB de los activos del grupo 2, que tuvo lugar en febrero de 2013.

4 Según la definición de *core capital* de la Autoridad Bancaria Europea.

medidas adoptadas, en solo un año ha supuesto una reducción a menos de la mitad de la exposición, neta de provisiones, de la banca española al sector inmobiliario.

Persisten, en todo caso, retos que es preciso abordar para consolidar el éxito del proceso

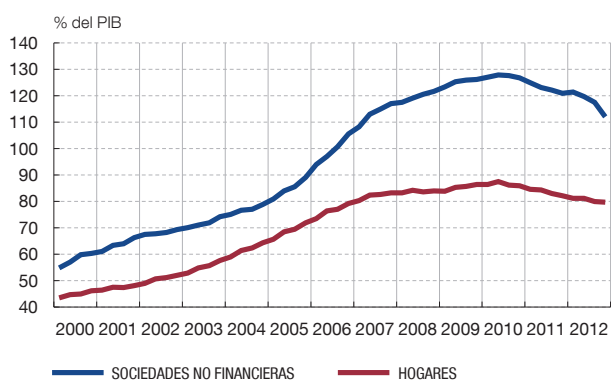
En una economía fuertemente bancarizada como es la española, la culminación exitosa de este proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración de la banca es una condición imprescindible para poder captar en condiciones asequibles los recursos externos necesarios y para que dichos recursos se canalicen de manera eficiente hacia los proyectos de gasto del sector privado. Precisamente por ello, los importantes avances registrados en estos últimos meses han de servir para profundizar en la estrategia adoptada y para afrontar los retos que todavía persisten, entre los que destacan los asociados a la incertidumbre que rodea a la futura evolución del frágil entorno macroeconómico.

#### 3.4 EL DESAPALANCAMIENTO DE LAS EMPRESAS Y DE LAS FAMILIAS

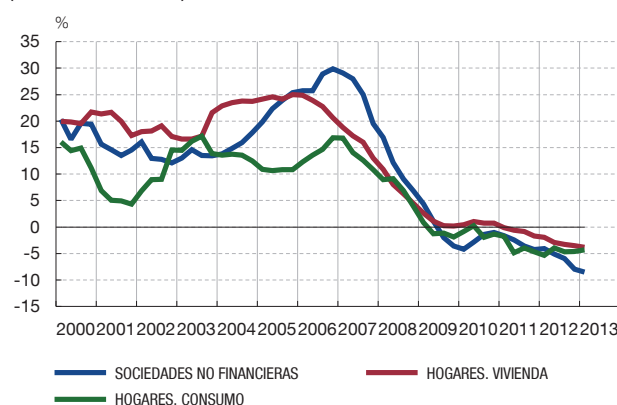
La recaída de la actividad lastró el desapalancamiento de empresas y familias, que continuó descansando

La evolución desfavorable de las rentas de las familias y de las empresas españolas lastró un año más el proceso de reducción de sus correspondientes ratios de endeudamiento, que continuó siendo relativamente lento. En las condiciones actuales de la economía española —inmersa en una doble recesión y en mitad de sendos procesos de recuperación de la competitividad perdida y de reforzamiento del sistema bancario—, ni el crecimiento, ni la inflación, ni la reestructuración de las deudas ofrecen alternativas viables en el corto plazo para recortar las ratios de apalancamiento del sector privado no financiero. Su disminución,

RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO (Crecimiento interanual)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

fundamentalmente en el retroceso del crédito

por tanto, está descansando mayoritariamente en la contracción de los flujos de crédito, lo que limita la velocidad con la que se puede avanzar, particularmente en el caso de las deudas hipotecarias de los hogares.

La financiación recibida por los hogares y las sociedades retrocedió, de hecho, alrededor de un 5 % en el conjunto del año (véase gráfico 1.9). Junto con las propias necesidades de desapalancamiento del sector, otros factores condicionaron también la evolución de esta variable. Por un lado, la debilidad de las perspectivas económicas incidió negativamente sobre la demanda de nuevos préstamos y sobre la calidad crediticia de los prestatarios. Por otro, aunque paliadas en parte por las decisiones del BCE, las exigentes condiciones de financiación para los bancos españoles en los mercados internacionales se reflejaron en su política crediticia, configurando de este modo un contexto marcadamente restrictivo para la concesión de préstamos. Como es habitual en estas circunstancias, los efectos de estos desarrollos han tendido a distribuirse de manera asimétrica entre los distintos prestatarios, afectando singularmente a los que, como ocurre con las pymes, se enfrentan a mayores dificultades estructurales para superarlos.

La implementación de los planes de reestructuración bancaria podría, en principio, acelerar la evolución contractiva del crédito, aunque su incidencia cuantitativa no parece que *a priori* deba ser muy significativa. Los bancos afectados solo representan alrededor de un tercio del total de la cartera de crédito del sistema, y el resto de las entidades podría absorber y compensar una parte de ese impacto. Pero además, y sobre todo, estos planes de reestructuración bancaria, dentro de la estrategia global de normalización de la economía, contribuirán a restaurar la confianza de los inversores en el conjunto de la banca española, ampliando así sus posibilidades de captar en condiciones asequibles los fondos que luego podrán prestar al sector privado.

Los costes a corto plazo del necesario desapalancamiento agregado dependerán también de cómo se distribuya entre los deudores individuales

La corrección del exceso de endeudamiento de las familias y de las empresas españolas es, en cualquier caso, un paso necesario para sustentar la recuperación sostenida de la demanda interna, aunque a corto plazo pueda limitar el potencial de gasto del sector. Un efecto que, en todo caso, dependerá de cómo se reparta la contracción agregada del crédito entre los distintos sectores y tipos de deudores. Los datos disponibles sobre la distribución de las deudas muestran que tanto entre familias como entre empresas existe un elevado grado de heterogeneidad y algunos estudios recientes indican, por ejemplo,

que, en el caso de las sociedades, el desapalancamiento que se ha observado a escala agregada en estos últimos ejercicios ha sido compatible con un aumento del crédito recibido por las empresas que partían de una situación más saneada<sup>4</sup>.

#### 4 El papel de la política económica

La política económica tiene que desempeñar un papel primordial para sentar las bases de una recuperación sostenible

La política económica tiene un papel fundamental que desempeñar para completar los ajustes, despejar las incertidumbres y sentar las bases de una recuperación sostenible que permita ampliar la capacidad de crecimiento de la economía a medio y largo plazo. La recuperación de la confianza y la superación de las tensiones actuales, que tienen un importante componente externo vinculado a la crisis del euro, dependen del avance hacia una unión económica más completa y sostenible, que está más allá del alcance de actuación de las autoridades nacionales, pero cuanto más rápidos sean el ajuste de la economía española y el avance en las reformas, mayores serán la protección frente a las perturbaciones externas y la posibilidad de beneficiarse de los avances europeos.

Como se ha puesto de manifiesto a lo largo de este capítulo, la adopción de medidas extraordinarias de política económica permitió soslayar los peligros de la grave crisis de confianza y financiación externa sufrida por la economía española en medio de las tensiones más agudas sufridas por el área del euro desde su fundación. Se ha avanzado en la consolidación fiscal y en la reforma del mercado de trabajo, y se han dado pasos importantes en la reestructuración del sistema crediticio, si bien quedan ajustes pendientes y su culminación no está exenta de dificultades. A su vez, las reformas en el ámbito de los mercados de bienes y servicios han tenido un calado menor. Con este trasfondo, el restablecimiento de forma duradera de las bases del crecimiento exige profundizar en el esfuerzo realizado y completar los ajustes en marcha, en línea con las recomendaciones realizadas por la Comisión Europea para España en el ámbito del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, con el objetivo de evitar la materialización del riesgo de que los desequilibrios detectados pudieran ser excesivos. La elevada dependencia de la financiación exterior constituye un elemento de vulnerabilidad que obliga a un manejo muy cuidadoso de todos los instrumentos de política económica disponibles para evitar que nuevos episodios de inestabilidad financiera comporten efectos adversos sobre la confianza y la disponibilidad y el coste de la financiación en nuestro país.

La política económica debe asegurar el restablecimiento de los equilibrios, la financiación de la economía y los resortes de flexibilidad en el funcionamiento de los mercados de factores, bienes y servicios que requiere el crecimiento dentro de la Unión Monetaria.

Resulta imprescindible completar la reestructuración bancaria

Entre los numerosos requerimientos de política económica, destaca la necesidad de completar la reestructuración del sistema bancario, en el marco de la estrategia adoptada, para normalizar la necesaria financiación del gasto interno.

Es indispensable perseverar en las actuaciones por el lado de la oferta y de las reformas estructurales...

El mantenimiento de políticas de ajuste y de impulso al crecimiento a través de actuaciones por el lado de la oferta y de las reformas estructurales, en una coyuntura de alto desempleo y escaso dinamismo de las rentas, resulta muy costosa a corto plazo y entraña importantes riesgos de fatiga que pueden erosionar la capacidad de actuación. El tipo de medidas necesarias para restablecer las bases del crecimiento necesitan tiempo para que puedan materializar sus efectos y no se deben juzgar por el débil comportamiento de la economía en una coyuntura dominada todavía por los problemas acumulados en el pasado

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, A. Menéndez y M. Méndez (2013), «La evolución del endeudamiento de las empresas no financieras españolas desde el inicio de la crisis. Un análisis desagregado», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.



	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>DEMANDA Y PRODUCTO (b)</b>						
Producto interior bruto	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4
Consumo privado	3,5	-0,6	-3,8	0,7	-1,0	-2,1
Consumo público	5,6	5,9	3,7	1,5	-0,5	-3,7
Formación bruta de capital	4,2	-4,2	-17,9	-5,5	-5,5	-8,7
Inversión en equipo	10,2	-2,9	-23,9	2,6	2,3	-6,6
Inversión en construcción	2,4	-5,8	-16,6	-9,8	-9,0	-11,5
Vivienda	1,4	-9,1	-23,1	-10,1	-6,7	-8,0
Otras construcciones	3,6	-1,6	-9,1	-9,6	-11,0	-14,6
Exportación de bienes y servicios	6,7	-1,0	-10,0	11,3	7,6	3,1
Importación de bienes y servicios	8,0	-5,2	-17,2	9,2	-0,9	-5,0
Contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB	4,3	-0,6	-6,6	-0,6	-1,9	-3,9
Contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB	-0,8	1,5	2,9	0,3	2,3	2,5
<b>EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)</b>						
Empleo total	3,0	-0,2	-6,3	-2,5	-1,7	-4,4
Tasa de ocupación (d)	66,6	65,3	60,6	59,4	58,5	56,2
Tasa de paro	8,3	11,3	18,0	20,1	21,6	25,0
Remuneración por asalariado	4,7	6,9	4,2	0,3	0,7	-0,3
Productividad aparente del trabajo	0,5	1,1	2,7	2,3	2,2	3,2
Costes laborales unitarios	4,2	5,7	1,5	-2,0	-1,4	-3,4
Deflactor del PIB	3,3	2,4	0,1	0,4	1,0	0,1
Índice de precios de consumo (dic-dic)	4,2	1,4	0,8	3,0	2,4	2,9
Índice de precios de consumo (media anual)	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	0,7	0,9	-0,5	0,4	0,3	-0,1
<b>CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)</b>						
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-9,6	-9,2	-4,3	-3,8	-3,2	-0,2
Administraciones Públicas	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-10,6
Administraciones Públicas (sin ayudas a instituciones financieras)	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,0	-7,0
Hogares e ISFLSH	-2,7	1,2	6,6	3,9	2,4	0,9
Empresas	-8,8	-5,9	0,2	2,0	3,8	9,5
Instituciones financieras	1,9	1,8	1,3	0,9	2,0	6,1
Sociedades no financieras	-10,7	-7,7	-1,1	1,1	1,8	3,5
Posición de inversión neta internacional	-78,1	-79,3	-93,7	-88,8	-91,3	-93,0
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	36,3	40,2	53,9	61,5	69,3	84,2
<b>INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (f)</b>						
Tipo de intervención semanal del BCE	3,9	3,9	1,2	1,0	1,3	0,9
Tipo de la deuda pública a diez años	4,3	4,4	4,0	4,2	5,4	5,8
Tipo sintético del crédito bancario	5,7	6,2	3,8	3,3	4,1	4,1
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base diciembre 1985 = 100)	1.631,8	1.278,3	1.042,4	1.076,5	971,8	767,5
Tipo de cambio dólar/euro	1,4	1,5	1,4	1,3	1,4	1,3
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (g)	101,9	103,3	103,4	101,9	101,7	100,3
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (h)	114,9	119,1	116,3	112,8	109,8	102,8
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (h)	112,7	115,1	111,8	110,3	107,5	102,1
Financiación total de las familias	12,5	4,4	-0,3	0,2	-2,4	-3,7
Financiación total de las empresas no financieras	17,7	8,2	-1,4	0,6	-2,0	-6,2

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

- a Los datos de la Contabilidad Nacional de España corresponden a la base 2008.
- b Índices de volumen. Tasas de variación.
- c Tasas de variación, salvo la tasa de paro, que se presenta en nivel.
- d Tasa de ocupación (16-64).
- e Niveles en porcentajes del PIB.
- f Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.
- g Base I TR 1999 = 100.
- h Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

y las incertidumbres que rodean al proyecto europeo. La experiencia de episodios críticos anteriores enseña que la perseverancia en las medidas de ajuste, aunque fueran inicialmente costosas, logró contener los impulsos de desconfianza de los inversores y mercados y enderezar situaciones complejas y peligrosas.

... de modo que se revierta la negativa trayectoria del mercado laboral...

Tras cinco años consecutivos de destrucción de empleo, la tasa de paro ha alcanzado tasas inaceptables y el riesgo de que las situaciones de desempleo de larga duración se hagan crónicas es muy preocupante, máxime si se considera la elevada incidencia de los jóvenes y de la población con baja cualificación en este colectivo. Los logros alcanzados por la reforma laboral en materia de flexibilidad interna y de moderación salarial son esperanzadores, pero los resultados obtenidos en el impulso de la contratación no son todavía suficientes, aunque muy probablemente esta sea una de las áreas en las que las medidas necesitan tiempo para desplegar todos sus efectos. No obstante, la gravedad de la situación por la que atraviesa el mercado laboral aconseja mantener y profundizar el impulso reformador mediante la adopción de medidas adicionales que promuevan la creación de empleo a corto plazo y faciliten la flexibilidad de los salarios. Entre ellas, cabría explorar la posibilidad de establecer nuevas fórmulas que permitieran, en casos especiales, la desviación temporal respecto a las condiciones establecidas en la negociación colectiva, o mecanismos excepcionales para evitar que el salario mínimo actúe como una restricción para grupos específicos de trabajadores con mayores dificultades para su empleabilidad. También se deberían dar pasos adicionales para asegurar que la reducción del alcance de las cláusulas de indexación salarial no se revierta en fases de crecimiento económico.

... que se impulse la competitividad mediante una mayor capacidad de ajuste de precios, márgenes y costes relativos, y mejoras genuinas de productividad...

La mejora de la competitividad es un objetivo fundamental para impulsar el crecimiento. Las políticas económicas han de favorecer una mayor sensibilidad de los precios, márgenes y salarios a las condiciones cíclicas para facilitar la reasignación de recursos hacia proyectos y sectores con más potencial de crecimiento. Igualmente, las políticas orientadas a fomentar aumentos de productividad originados por mejoras genuinas en la eficiencia productiva son esenciales para procurar que las ganancias de competitividad sean duraderas y sienten las bases del crecimiento a medio y largo plazo. Hay que tener en cuenta que los avances en la competitividad se han de producir en un contexto contractivo para el gasto interno y se han de articular al tiempo que se reducen los altos niveles de endeudamiento de los diversos sectores institucionales, lo que subraya el protagonismo que corresponde a las políticas de oferta y de reforma estructural en este terreno.

En este ámbito, sin embargo, las reformas han sido menos profundas o están en una fase más incipiente, si bien el Programa Nacional de Reformas (PNR), aprobado el pasado 30 de abril, plantea una serie de medidas y un calendario para su instrumentación a lo largo de 2013 que podrían resolver algunas de las cuestiones pendientes más apremiantes. En efecto, como reconoce el PNR, los órganos encargados de velar por la competencia y que tienen encomendada la regulación de las industrias de red se encuentran en revisión. La nueva ley, prevista para junio de este año, debería ir destinada a asegurar su independencia y a mejorar su funcionamiento, con el fin de garantizar la competencia y profundizar en la liberalización sectorial. En este sentido, en el ámbito del sector servicios se han adoptado algunas medidas liberalizadoras, entre las que destacan la sustitución de las autorizaciones o licencias por comunicaciones previas en el caso de los comercios de reducida dimensión, la ampliación de los horarios comerciales y la liberalización de los períodos de rebaja en el comercio minorista, o la eliminación de obstáculos para el establecimiento de estaciones de servicio, entre otras medidas, en el caso del comercio minorista de carburantes. Por su parte, el anteproyecto de ley de garantía de mercado único prevé una licencia única en todo el territorio nacional para el acceso a la actividad económica, lo que permitiría reducir de forma significativa las cargas administrativas que soportan las empresas, que debería completarse con una homogeneización de las distintas regulaciones existentes entre CCAA en relación con el ejercicio de las actividades económicas. Sigue, asimismo, pendiente la liberalización de los servicios profesionales, aunque figura entre las

reformas que contempla el PNR para los próximos doce meses. En el caso de la industria energética, a pesar de las distintas medidas adoptadas para reducir el déficit de tarifa, se requiere una reforma en profundidad del sector eléctrico que asegure la sostenibilidad y el grado de competencia. Finalmente, en relación con el mercado de la vivienda, los cambios impositivos recientes han contribuido de forma significativa a igualar el tratamiento fiscal de la vivienda y el alquiler, lo que, unido a la nueva Ley de Arrendamientos Urbanos, en trámite parlamentario, que contiene una flexibilización de los plazos de los contratos y la fijación de rentas, debería contribuir a lograr un reparto más equilibrado en la tenencia de viviendas en alquiler frente a la propiedad.

... y afianzar las ganancias de credibilidad logradas en el terreno fiscal

La reducción del déficit observada en 2012, de más de 2 pp del PIB en un contexto de recesión económica y fuerte incremento de la carga de intereses de la deuda pública, ha supuesto una mejora significativa en la credibilidad del proceso de consolidación fiscal, no solo por la magnitud del ajuste realizado, sino también por la generalización del esfuerzo a todas las AAPP, en particular a las Administraciones Territoriales, sobre las que se habían generado dudas sobre su capacidad de efectuar el ajuste requerido.

No obstante, en un contexto como el actual, en el que se mantiene una fuerte sensibilidad de los agentes económicos y mercados financieros a los desarrollos fiscales y macroeconómicos de las distintas economías, adquiere gran relevancia afianzar las ganancias de credibilidad logradas. A ello contribuiría el establecimiento de un horizonte presupuestario de medio plazo que proporcione suficiente detalle sobre las medidas necesarias que, con carácter permanente, permitan culminar el proceso de consolidación fiscal. Además, estas medidas deben basarse en una revisión en profundidad de la dimensión del sector público, de los distintos programas de gastos y del sistema impositivo, que garantice no solo el éxito del proceso, sino también una mejora de la calidad de las finanzas públicas. La aplicación rigurosa y transparente de los instrumentos incorporados en la Ley de Estabilidad para los casos en que se observen incumplimientos de los objetivos marcados ayudaría igualmente a conseguir este objetivo, máxime tras la aprobación de distintos fondos de apoyo a la financiación de las Administraciones Territoriales por parte del Estado. El marco presupuestario debería, además, salir reforzado tras el establecimiento de una Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal antes de que finalice este año, según el compromiso adquirido en la última actualización del Programa de Estabilidad 2013-2016 que remitió el Gobierno a la Comisión Europea el pasado 30 de abril, que debería definirse de acuerdo con los estándares internacionales en relación con su mandato, recursos y gobernanza.

Habría que tomar medidas adicionales para garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones

Las medidas anteriores deberían acompañarse de nuevas actuaciones dirigidas a garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones, medidas que además resultarían complementarias de las que necesita el mercado de trabajo. Estas actuaciones serían muy potentes respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas y reportarían una gran certidumbre sobre la voluntad reformista de la política económica, sin impacto apreciable en las condiciones laborales y sociales actuales. En particular, se debe aprobar, como está previsto, en la actualización del Programa de Estabilidad, una definición adecuada del denominado «factor de sostenibilidad», que posibilite modificaciones automáticas de los parámetros del sistema que permitan garantizar su sostenibilidad en el medio y largo plazo. Por otra parte, sería aconsejable anticipar la entrada en vigor del retraso en la edad de jubilación y del alargamiento del período de cálculo de la base reguladora, aprobados en la última reforma del sistema de pensiones, dado que, atendiendo a la intensificación del problema desde que aquella entrara en vigor, los plazos acordados resultan muy dilatados.

Cabe esperar que la profundización en estas áreas prioritarias de actuación de la política económica permita una recuperación gradual de la confianza interna y externa, y la normalización de la financiación de la economía, y establezca las bases para la reanudación del crecimiento económico de medio plazo, facilitando de este modo una mejora de las expectativas, el saneamiento de los balances del sector privado, la solidez y rentabilidad del sistema bancario y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

### 1 Introducción

La crisis global que comenzó a materializarse a partir del verano de 2007 y que terminó evolucionando hacia una crisis de deuda soberana y de balanza de pagos en buena parte del área del euro ha mostrado las limitaciones de la configuración institucional y de la gobernanza de la UEM acordadas en el momento de su creación. El pasado año, este proyecto común europeo se vio sometido a un grado de tensión sin precedentes y las autoridades europeas respondieron diseñando la hoja de ruta de un proceso de renovación en profundidad del entramado institucional que lo sustenta y de su gobernanza.

En el diseño original de la UEM se esperaba que el uso de las políticas económicas nacionales con fines estabilizadores y la capacidad disciplinadora de los mercados financieros garantizaran la continuidad del proceso de convergencia

En el momento de la constitución de la UEM, las economías de sus Estados miembros no reunían los requisitos para constituir lo que en la literatura se conoce como un área monetaria óptima, pero se confiaba en que el propio funcionamiento de la unión terminaría generando los estímulos para avanzar en esa dirección. La gobernanza económica de la UEM se asentó sobre el principio de subsidiariedad, de acuerdo con el cual la responsabilidad última para prevenir y, en su caso, corregir cualquier desequilibrio económico nacional recaía en las autoridades del país afectado. Así, la política fiscal y, con carácter general, las políticas de oferta continuaron estando en manos de cada Estado miembro, con unos mecanismos de coordinación o monitorización al nivel del área bastante limitados. El diseño suponía que el impulso que había permitido a las economías de los Estados fundadores satisfacer los requerimientos de entrada tendría continuidad y permitiría la aproximación a una convergencia más profunda y satisfactoria. El manejo adecuado de las políticas económicas no monetarias de cada Estado miembro debía reemplazar al tipo de interés y al tipo de cambio como herramienta principal de estabilización macroeconómica.

Este marco original, que descartaba la posibilidad de que un Estado miembro fuera rescatado por el conjunto del área, según la cláusula de *no bail-out* incluida en el Tratado, se sustentaba también sobre la confianza en que un funcionamiento eficiente de los mercados financieros sería capaz de calibrar adecuadamente los riesgos de inestabilidad de cada economía nacional. La interacción entre el diseño institucional y la acción de los mercados recompensaría las políticas más firmemente orientadas a garantizar la estabilidad y el crecimiento, y penalizaría los comportamientos incompatibles con la pertenencia a una unión monetaria, facilitando la corrección temprana de los desequilibrios que pudieran emerger.

Sin embargo, ni las políticas económicas nacionales ni los mercados financieros ejercieron el papel estabilizador que se esperaba

La creación de la unión monetaria alimentó expectativas de un mayor crecimiento potencial en el conjunto del área y, singularmente, en aquellas economías que partían de niveles de renta per cápita más bajos, a la vez que la desaparición del riesgo cambiario y la creciente integración financiera facilitaron los flujos de capital que habrían de financiar el avance en esa dirección. Sin embargo, los desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente y las divergencias en las posiciones inversoras internacionales entre los países miembros se fueron acumulando, hasta alcanzar cotas muy elevadas.

El alcance y las posibles consecuencias de esta dinámica no fueron correctamente diagnosticados. Algunos Gobiernos nacionales, lejos de perseverar en los esfuerzos estabilizadores que les habían permitido formar parte de la UEM desde su comienzo, no llevaron a cabo las políticas fiscales y de reformas estructurales que habrían sido necesarias para atajar los riesgos desestabilizadores asociados a unas condiciones de financiación muy laxas, que propiciaban un exceso de dependencia de la financiación exterior; a una asignación de

los recursos que no siempre primó sus usos más eficientes; y a unas expectativas de crecimiento que difícilmente podrían cumplirse sin tales políticas.

Todo esto ocurrió en un contexto global de infravaloración de los riesgos e innovaciones financieras complejas y relativamente opacas, en el que los inversores internacionales tampoco desempeñaron el papel modulador que se esperaba y, en definitiva, permitieron que los fondos fluyeran generosamente y sin suficiente discriminación en función del riesgo de los distintos proyectos de inversión. La falta de mecanismos de regulación y supervisión financiera macroprudencial dificultó, adicionalmente, la detección temprana de estos excesos.

El estallido de la crisis puso al descubierto las carencias de ese entramado institucional

La crisis del mercado hipotecario *subprime* en Estados Unidos a partir del verano de 2007 y, sobre todo, la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008 desencadenaron un proceso de profunda reevaluación de los riesgos financieros. La recesión global que acompañó a la crisis financiera afectó de manera importante, aunque desigual, a las economías del área y debilitó la calidad de los activos de sus bancos. Los programas públicos de apoyo al sistema financiero, incluyendo nacionalizaciones como la del *Anglo Irish Bank* irlandés a comienzos de 2009, evidenciaron pronto que las tensiones en los sistemas bancarios tendrían considerables repercusiones sobre las finanzas públicas de los países afectados, que vendrían así a sumarse a las derivadas de la propia respuesta a la crisis de las políticas fiscales (tanto a través de los estabilizadores fiscales automáticos como mediante las medidas discrecionales de gasto que, en las primeras fases de la crisis, aumentaron los déficits públicos)<sup>1</sup>.

Se generó, de este modo, una creciente asimetría entre las economías de la UEM. El sobreendeudamiento privado, las vulnerabilidades de los sistemas bancarios, los problemas de sostenibilidad de las cuentas públicas, la excesiva dependencia del ahorro exterior, las pérdidas de competitividad y unas pobres perspectivas de crecimiento afectaron en mayor o menor medida a varios de los Estados miembros y tendieron, además, a retroalimentarse entre sí y a contagiarse desde unas economías del área a otras, generando espirales desestabilizadoras<sup>2</sup>. Las empresas, las familias, las Administraciones Públicas y los intermediarios financieros de los países con exceso de ahorro pudieron seguir financiándose en condiciones relativamente ventajosas, incluso mejores que durante la etapa expansiva, mientras que los radicados en países con elevados déficits exteriores tuvieron que soportar una reducción notable de la oferta de recursos financieros y aumentos elevados de sus costes de financiación (véase gráfico 2.1)<sup>3</sup>. El área del euro se vio sometida a una fragmentación incompatible con la integración propia de una unión monetaria, lo que inevitablemente habría de suscitar problemas de credibilidad para el proyecto europeo en su conjunto.

La crisis ha requerido acciones específicas para lidiar con las tensiones más extremas, pero demanda, sobre todo, una revisión profunda del marco institucional y de la gobernanza del área

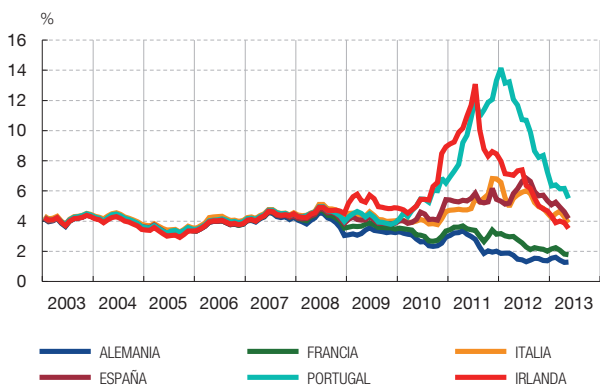
La UEM carecía de los resortes para enfrentarse a una situación como la descrita. El diseño acordado en Maastricht no contemplaba mecanismos para poner en práctica una respuesta coordinada conjunta de las autoridades nacionales a los desequilibrios y no incluía tampoco instrumentos comunes de gestión de crisis para paliar sus consecuencias. En el corto plazo, mientras unos y otros se han ido articulando, el BCE ha proporcionado un apoyo que ha resultado crucial para asegurar la irreversibilidad del euro y que ha proporcionado a las autoridades encargadas de su desarrollo el tiempo necesario para diseñar y aplicar los cambios que la situación requiere.

<sup>1</sup> Para una descripción de los acontecimientos que han marcado la crisis en la zona del euro, véase P. Lane (2012), «The European Sovereign Debt Crisis», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, n.º 3, pp. 49-68.

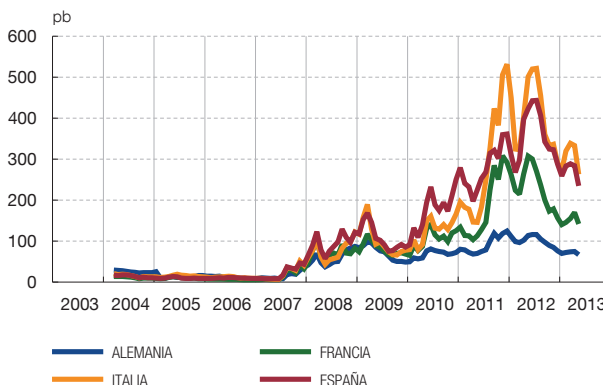
<sup>2</sup> Véase J. C. Shambaugh (2012), «The Euro's Three Crises», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera.

<sup>3</sup> Véase M. Bruche y J. Suárez (2009), *The Macroeconomics of Money Market Freezes*, CEPR Discussion Paper n.º 7304.

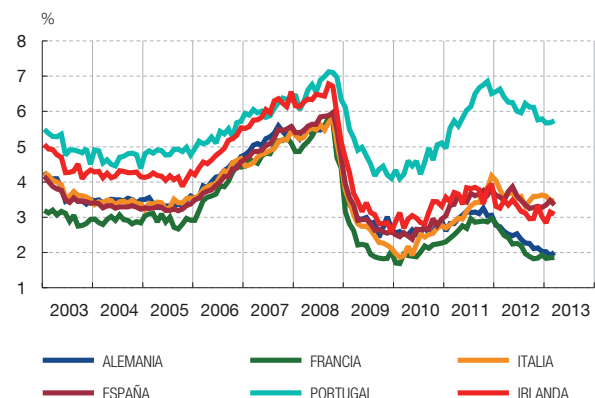
FINANCIACIÓN DEL TESORO  
TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



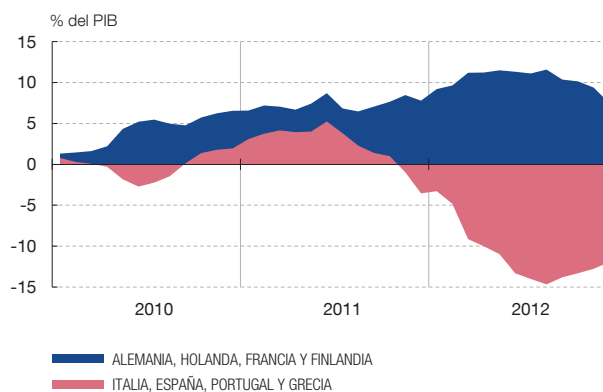
PRIMAS DE LOS CDS A CINCO AÑOS DE LOS BANCOS



TIPO DE INTERÉS DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FLUJOS FINANCIEROS CON EL EXTERIOR (a)  
(Acumulado desde diciembre de 2009 hasta diciembre de 2012)



FUENTES: Banco Central Europeo y Datastream.

a Los movimientos de capital reflejan el saldo de las inversiones en cartera y otras inversiones de la Balanza de Pagos, excluido el Banco Central. Un dato positivo (negativo) representa entradas (salidas) de capital.

La crisis ha evidenciado la apremiante necesidad de avanzar de manera decidida hacia una UEM que sea más completa que la diseñada a finales de los pasados noventa, y que esté dotada de nuevos y mejores instrumentos para la estabilización económica y la prevención y resolución de crisis. Para afrontar las fisuras que han emergido, el nuevo diseño institucional debe reconsiderar las herramientas de control y coordinación fiscal entre los países miembros e incorporar mecanismos de supervisión común del sistema financiero y una gestión más compartida de sus principales riesgos. Junto a ello, serán necesarios nuevos instrumentos que favorezcan la convergencia entre los países miembros, prevengan desajustes competitivos y mutualicen convenientemente las consecuencias de las perturbaciones que puedan ocurrir en el futuro. Todas estas reformas harán imprescindibles avances en la transparencia y la legitimidad democrática que garanticen la credibilidad del nuevo marco institucional y el cumplimiento de los acuerdos alcanzados.

Ya se han dado algunos pasos significativos en esa dirección, pero los retos pendientes son todavía importantes. En este capítulo se revisan con detalle las razones por las que la crisis global ha tenido un impacto tan diferenciado y singular en el área del euro; se

comentan los principales avances realizados en el rediseño del euro y se repasan los grandes retos pendientes para que el área pueda restablecer la senda exitosa de convergencia que caracterizó sus primeros años de existencia<sup>4</sup>.

## 2 El impacto de la crisis sobre la UEM

Durante los primeros ocho años de funcionamiento de la UEM, se registró un avance en el proceso de convergencia entre la renta per cápita de los países miembros y un incremento de los flujos económicos y financieros dentro del área. A pesar de ello, la convergencia alcanzada era todavía incompleta y las economías de los países miembros seguían presentando una situación bastante desigual en términos de competitividad, niveles de endeudamiento y tasas de paro. Esta heterogeneidad se vio ampliada como resultado de la crisis<sup>5</sup> y terminó siendo un determinante fundamental de las graves tensiones que surgieron y de la necesidad de rediseñar el marco institucional y la gobernanza de la UEM.

### 2.1 EL ORIGEN Y EL IMPACTO DESIGUAL DE LA CRISIS EN LOS PAÍSES DE LA UEM

La crisis se ha manifestado en una serie de tensiones financieras, desajustes competitivos, limitaciones al crecimiento y problemas con la deuda soberana que han afectado con especial virulencia a los países más dependientes de la financiación exterior o que presentaban deficiencias estructurales más significativas, como Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia. Este impacto asimétrico se puede explicar en función de tres factores fundamentales estrechamente relacionados entre sí: los desequilibrios acumulados durante la expansión, las políticas económicas desarrolladas tanto antes como en respuesta a la crisis, y la desigual transmisión de las perturbaciones a través de los diversos mercados nacionales.

Los países de la UEM afrontaron la crisis financiera desde posiciones muy diferentes...

Tras la creación de la UEM, algunos de los países miembros disfrutaron de una fuerte reducción del coste de la financiación y aumentaron su endeudamiento exterior hasta cotas sin precedentes. Los fondos provenían fundamentalmente de otros países miembros con superávits de la balanza por cuenta corriente y tasas moderadas de crecimiento económico. Y, como corresponde a sistemas financieros fuertemente bancarizados como los de la UEM, estos flujos fueron intermediados por entidades de crédito que, a su vez, se beneficiaron también de unas condiciones de financiación laxas en los mercados internacionales mayoristas, propiciadas por bajos tipos de interés, una infravaloración generalizada del riesgo de crédito y grandes facilidades para la titulización de los préstamos realizados (véase gráfico 2.2).

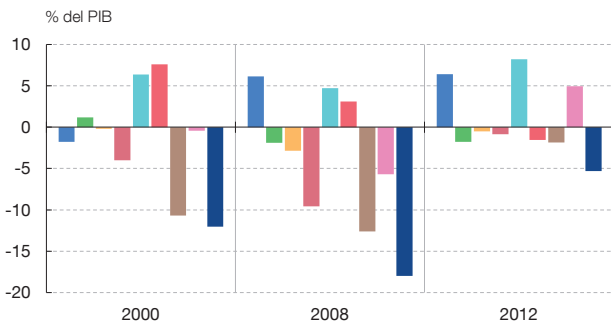
Los flujos de capital desde los países con exceso de ahorro hacia los de nivel de renta más bajo y con escasez de recursos favorecen, en principio, la convergencia económica dentro de la UEM, pero para que ello sea así es preciso que los fondos se canalicen hacia aquellas actividades con mayor potencial para incrementar la capacidad productiva de la economía. En el área del euro, sin embargo, una parte importante de la inversión financiera se destinó a actividades inmobiliarias y terminó alimentando aumentos insostenibles de los precios de dichos activos. Paralelamente, en los países receptores se reasignaron recursos desde el sector de bienes comercializables al de los no comercializables, propiciando la acumulación de elevados déficits en la balanza por cuenta corriente (véase gráfico 2.2). La consiguiente dependencia de la financiación exterior puso a estas economías en una posición que resultó especialmente vulnerable a los cambios en las condiciones financieras.

<sup>4</sup> La evolución coyuntural de los desequilibrios macroeconómicos en 2012 y la actuación de la política monetaria en ese año se analizan con detalle en el capítulo 4 de este Informe.

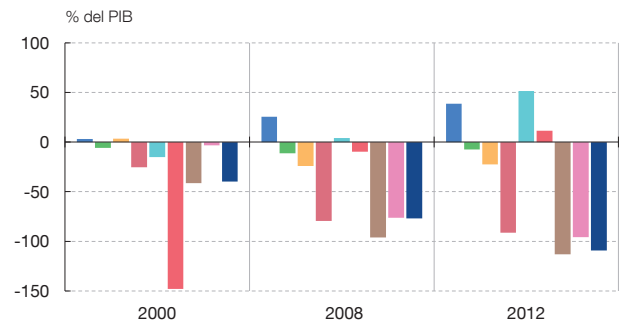
<sup>5</sup> Véase Á. Estrada, J. Galí y D. López-Salido (2013), *Patterns of Convergence and Divergence in the Euro Area*, documento de trabajo presentado en IMF Thirteenth, J. Polak, Annual Research Conference, noviembre de 2012.



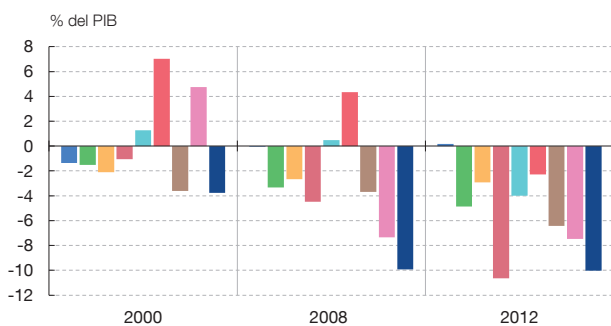
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



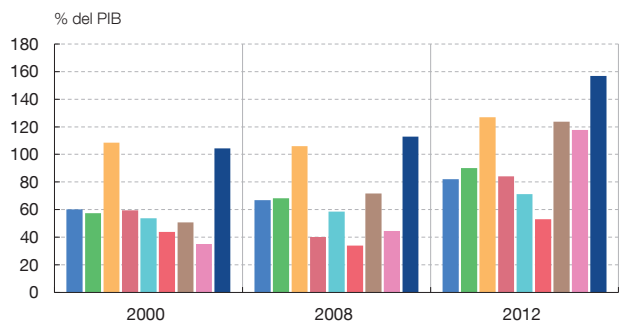
POSICIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL



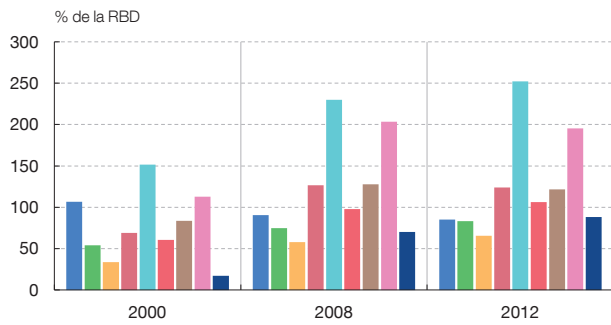
SALDO PRESUPUESTARIO



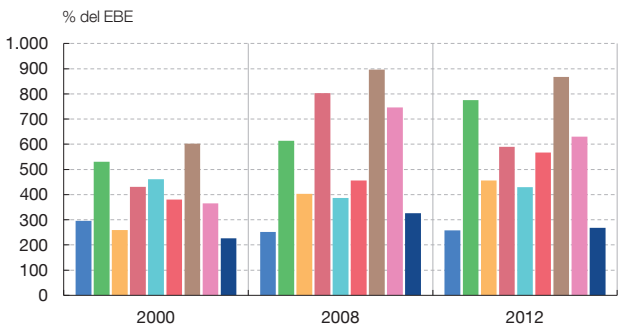
DEUDA PÚBLICA



ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



DE FR IT ES NL FI PT IE GR

FUENTES: Comisión Europea y Banco Central Europeo.

... en parte, porque las políticas económicas nacionales no contribuyeron a preservar la convergencia dentro de la UEM...

Tras la etapa de convergencia nominal para cumplir los criterios de acceso a la UEM, las diferencias en las tasas de inflación entre los países miembros no siguieron reduciéndose. Con un tipo de interés nominal común, los países con mayores tasas de crecimiento de los precios experimentaron tipos de interés reales más bajos, que impulsaron el consumo, la inversión y la demanda de crédito. La ausencia de reformas estructurales en estas economías limitó la capacidad de respuesta de la oferta ante ese impulso de la demanda, retroalimentando así los diferenciales de inflación entre países. Tampoco se hizo un uso adecuado de la política fiscal para modular la fuerte expansión de la demanda. Las condiciones laxas de financiación quitaron presión a los Gobiernos en sus políticas de gasto y los mecanismos horizontales de control de las cuentas públicas contemplados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento resultaron inoperantes.

A pesar de la apreciación del tipo de cambio real en los países con mayores tasas de inflación, los efectos sobre el consumo y la inversión derivados de la reducción de tipos de interés reales y de la inflación inmobiliaria resultaron ser muy expansivos, por lo que se generaron abultados déficits exteriores que fueron generosamente financiados por las relajadas condiciones entonces existentes.

... en parte, porque los mercados financieros tampoco impusieron la disciplina que se esperaba

Los mercados financieros, dada su conocida tendencia a la sobre-reacción, también contribuyeron a alimentar y a ampliar los desequilibrios. En los primeros años de la UEM, infravaloraron —como en el resto del mundo— los riesgos de impago. En el caso particular de la deuda soberana de los Estados miembros, y a pesar de la cláusula de no-rescate, no discriminaron entre los distintos emisores, de manera que las primas de riesgo asociadas a estos títulos prácticamente desaparecieron. Durante la crisis, esa misma tendencia a la sobre-reacción ha actuado en sentido contrario, ampliando las primas de riesgo más allá de lo explicable por los fundamentos de las economías afectadas, poniendo en serias dificultades el propio funcionamiento de la UEM<sup>6</sup>.

Los avances desiguales en la introducción de reformas estructurales también contribuyeron a ampliar las divergencias

Los desajustes de competitividad entre los países de la eurozona se ampliaron por las diferencias en la evolución de los salarios y de la productividad. Estas diferencias estuvieron, en parte, estrechamente relacionadas con la diversidad en la configuración institucional de los mercados de trabajo y de productos, y en el tiempo y en la forma con los que dichos países pusieron en práctica las reformas estructurales necesarias para flexibilizar sus estructuras económicas. Al inicio de la UEM las reformas laborales que moderaron el crecimiento salarial y las reformas del mercado de productos que impulsaron la productividad se introdujeron, en mayor medida, en los países en los que las presiones de demanda eran menores, y en particular en Alemania, donde la reducción de CLU y el crecimiento de las exportaciones fueron muy elevados (véase gráfico 2.3). Por el contrario, en otros países miembros el impulso reformador exigido por los requisitos de convergencia para entrar en la UEM se debilitó y solo se ha recuperado, en parte, tras las presiones exteriores derivadas del desarrollo y de la gestión de la crisis de deuda soberana (véase recuadro 2.1).

Como resultado, las estructuras productivas de los países miembros evolucionaron de manera dispar...

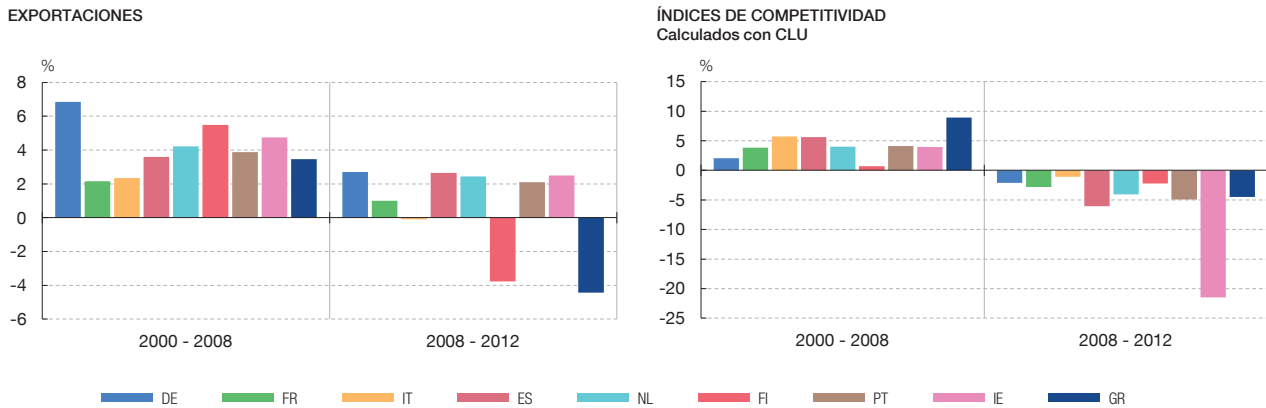
Como resultado, las estructuras productivas de los países miembros divergieron durante la expansión y solo el fuerte ajuste que ha impuesto la crisis sobre algunos sectores, como el inmobiliario, está corrigiendo recientemente, aunque de manera parcial, esa tendencia. Esta disparidad explica, al menos parcialmente, por qué la crisis ha tenido naturalezas diferentes en cada caso y también por qué la dispersión de las tasas de crecimiento del PIB entre los países de la UEM ha resultado mucho más marcada en las dos recesiones recientes (I TR 2008 - II TR 2009 y la que comenzó en III TR 2011) y en la ligera recuperación que tuvo lugar entre ambas (III TR 2009 - II TR 2011) que en las recesiones y expansiones registradas en períodos anteriores<sup>7</sup>.

... como también fue dispar la evolución del endeudamiento privado y público...

Los niveles de endeudamiento dentro de la UEM son también muy diferentes entre países. La deuda de los hogares, que en el conjunto del área suponía en 2007 un 95 % de su renta bruta disponible, se incrementó hasta el 100 % a finales del pasado ejercicio. Al principio de la crisis, dichos ratios eran del 126 % en Portugal, el 130 % en España, el 205 % en Irlanda y el 222 % en Holanda. Y desde entonces se han mantenido relativamente constantes en

6 Véase E. Alberola, L. Molina y Pedro del Río (2012), *Boom-bust cycles, imbalances, and discipline in Europe*, Documentos de Trabajo, n.º 1220, Banco de España.

7 A ello se sumó, también, el desigual impacto sobre las balanzas por cuenta corriente y de capital del crecimiento de los países emergentes, de la integración de los países de Europa Central y del Este, y de la apreciación nominal del euro. Véase R. Chen, G. M. Milesi-Ferreti y Th. Tresselt (2013), «External imbalances in the eurozone», *Economic Policy* (enero), pp. 101-142.



FUENTES: Comisión Europea y Banco Central Europeo.

Portugal (122 % en 2012), España (123 %) e Irlanda (205 %), y ha aumentado en Holanda (249 %). Los datos microeconómicos disponibles, procedentes de la recientemente publicada Encuesta sobre Situación Financiera y Consumo en los países del área del euro, muestran asimismo una elevada heterogeneidad entre países (véase gráfico 2.4).

El incremento del endeudamiento de las sociedades no financieras se produjo también con intensidad dispar: si en 2007 en la media de la UEM la deuda empresarial equivalía a 4,4 veces su excedente bruto de explotación, en algunos de los países ahora sometidos a mayor tensión financiera esa tasa era notablemente mayor (7,7 en Portugal, 4,9 en Irlanda y 8 en España). Actualmente, en la media de la UEM la deuda empresarial equivale a 5,1 veces su excedente bruto de explotación (8,6 en Portugal, 6,8 en Irlanda y 6 en España).

Y, por lo que respecta a la tasa de endeudamiento del sector público, los incrementos durante la crisis, resultado tanto de los déficits primarios acumulados como del mayor coste de financiación de la deuda y del menor crecimiento del PIB, han sido especialmente acusados en los países del sur de Europa, con la excepción de Italia, que ya partía de una tasa de endeudamiento superior al 100 %, y de Irlanda, donde el mayor impacto ha procedido del saneamiento del sector bancario (véase gráfico 2.5).

... y, especialmente, el comportamiento de los mercados de trabajo

La suficiente flexibilidad de precios y de salarios y una elevada movilidad de los factores de producción son dos de las características propias de un área monetaria óptima. Durante la expansión que siguió a la creación de la UEM se introdujeron escasas reformas laborales que mejoraran la configuración institucional del mercado de trabajo de aquellos países que habían mostrado históricamente una mayor rigidez de precios y salarios y una menor movilidad del trabajo (véase recuadro 2.1). En consecuencia, la crisis ha tenido un impacto sobre el desempleo muy desigual, con un incremento entre 2007 y 2012 de 3,8 pp en el conjunto de la UEM, que, sin embargo, asciende a 16,8 pp en España, a 16 pp en Grecia o a 10,2 pp en Irlanda.

Estas variaciones son el resultado de comportamientos muy distintos de los mercados de trabajo, que se manifiestan más claramente cuando se observan (véase gráfico 2.6) los flujos de creación de empleo (flujos laborales desde la inactividad y el desempleo hacia el empleo), de destrucción de empleo (flujos laborales desde el empleo hacia el desempleo y la inactividad) y de salidas del mercado de trabajo (flujos desde el empleo y el desempleo hacia la inactividad).

2.2 LAS LIMITACIONES DE LA UEM

La crisis ha revelado cuatro áreas fundamentales en las que el diseño institucional y la gobernanza iniciales de la UEM han resultado insuficientemente sólidos: i) la identificación

Uno de los requisitos para el buen funcionamiento de una unión monetaria es que la fijación de precios y salarios en los países miembros disponga de un grado de flexibilidad suficiente que permita acomodar perturbaciones asimétricas sin que estas se traduzcan en una reducción elevada y duradera de la actividad económica. Durante el proceso de transición hacia la UEM, muchos de los países que aspiraban a formar parte de ella implementaron reformas de sus mercados de productos y de factores para conseguir dicha flexibilidad. Además, se confiaba en que la propia pertenencia al área acelerase las reformas.

Sin embargo, durante el período 1999-2007 la intensidad con la que los países miembros abordaron reformas estructurales fue muy dispar. En parte, esto se debió a que la necesidad de las reformas se percibe con menos apremio en períodos de expansión económica. En realidad, tras la entrada en funcionamiento de la

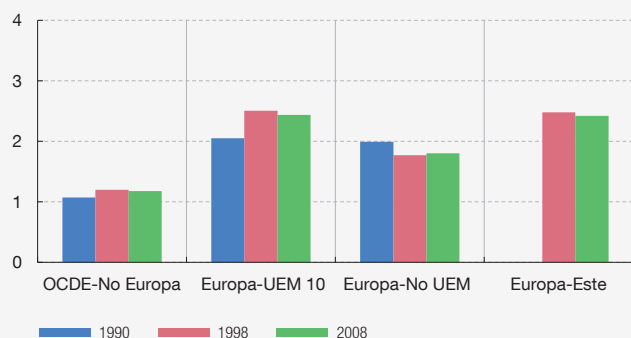
UEM, las reformas estructurales se postergaron en la mayoría de los países donde eran más necesarias y solo se han retomado recientemente ante la presión de los acontecimientos. Así lo apuntan los resultados disponibles en la literatura, que, si bien no proporcionan conclusiones definitivas, no han encontrado evidencia favorable a la idea de que la UEM haya favorecido el proceso de reformas, sino, más bien, lo contrario<sup>1</sup>.

Estos trabajos suelen utilizar indicadores de la regulación de la competencia y laboral compilados a partir de una sistematización

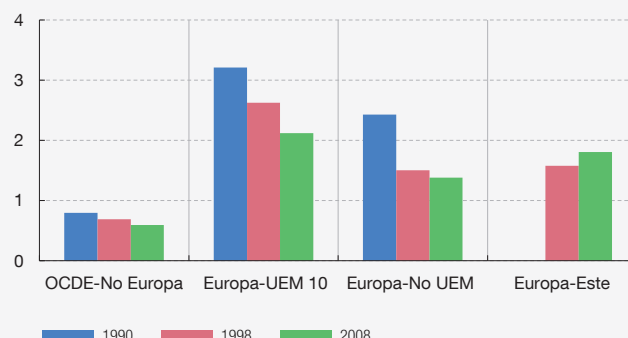
1 Para una descripción de cómo ha evolucionado el proceso de reformas del mercado de trabajo en España, véase S. Bentolilla, J. J. Dolado y J. F. Jimeno (2012), «Reforming an insider-outsider labor market: The Spanish experience», *IZA Journal of European Labor Studies* 2012, 1:4 (diciembre).

INDICADORES DE REGULACIÓN LABORAL (a)

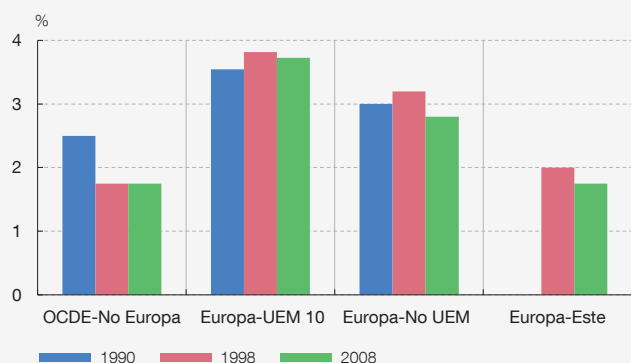
1 PROTECCIÓN AL EMPLEO (INDEFINIDOS) (b)



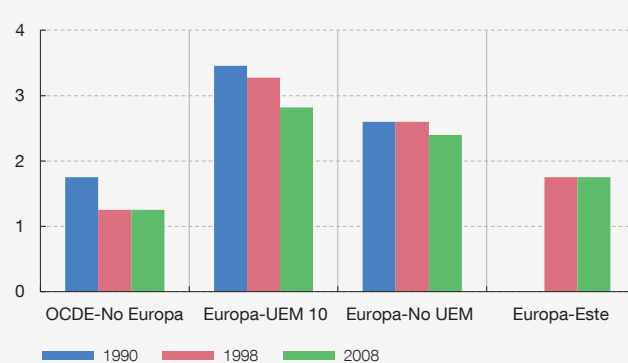
2 PROTECCIÓN AL EMPLEO (TEMPORALES) (b)



3 NEGOCIACIÓN COLECTIVA (COORDINACIÓN) (c)



4 NEGOCIACIÓN COLECTIVA (NIVEL) (c)



FUENTE: OECD Indicators of Employment Protection.

- a Los países que componen cada grupo:  
 OCDE-No Europa: Australia, Estados Unidos, Canadá y Japón.  
 Europa-UEM 10: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda y Portugal.  
 Europa-No UEM: Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza.  
 Europa-Este: Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa y Turquía.
- b Protección al empleo es el grado de rigidez (escala de 1 a 6, de menos a más rígida) de la legislación sobre la protección al empleo.
- c Excluye Turquía.

de aquellos aspectos que más pueden influir en la determinación de precios y salarios<sup>2</sup>. Algunos de los más empleados son los relativos a la legislación sobre protección al empleo y la regulación del mercado de productos elaborados por la OCDE, así como los relativos a afiliación sindical y negociación colectiva de la *ICT-WSS, Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Intervention and Social Pacts*. En los gráfi-

2 Resumir toda la complejidad de las regulaciones de la competencia y del mercado laboral en indicadores cuantitativos comparables entre países y a lo largo del tiempo no está exento de problemas. Además, en el caso de la regulación de la competencia no siempre se incluyen las diferencias que puedan existir dentro de cada país como resultado de la intervención de Gobiernos regionales o Estados federales en ella. Sin embargo, estos indicadores proporcionan información útil sobre las tendencias generales y las principales características de las regulaciones nacionales de los mercados de trabajo, bienes y servicios.

cos 1 y 2 se presentan algunos de estos indicadores, agrupados, para su comparación, en cuatro áreas geográficas<sup>3</sup>.

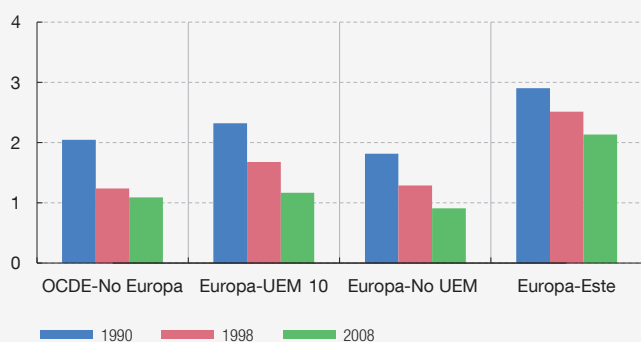
3 Los indicadores referidos a la negociación colectiva tienen la siguiente definición:

Coordinación: 5 = Negociación centralizada con imposición de un convenio nacional o de pautas salariales establecidas por el Gobierno. 4 = Mezcla de negociación sectorial y nacional, en la que las organizaciones centrales alcanzan acuerdos no necesariamente aplicables a todas las industrias o en las que determinados sindicatos y asociaciones empresariales fijan pautas para el conjunto de la economía. 3 = negociación sectorial con participación limitada de organizaciones nacionales con posibilidad de negociación a nivel de empresa. 2 = Mezcla de negociación sectorial y de empresa con poca aplicación de los convenios sectoriales. 1 = Negociación fragmentada, principalmente de empresa.

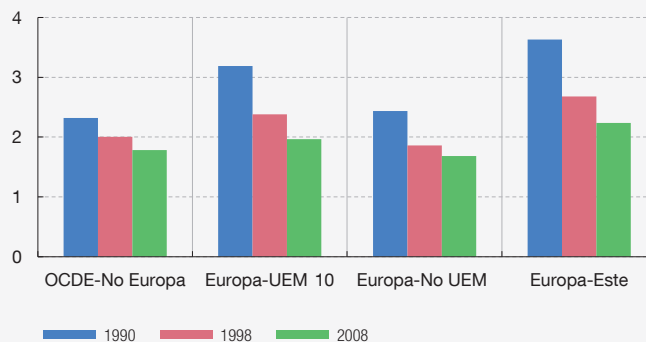
Nivel: 5 = Nacional o central. 4 = Nacional o central, con niveles adicionales de sector y/o empresa. 3 = Sectorial. 2 = Sectorial, con nivel adicional de empresa. 1 = Empresa.

INDICADORES DE REGULACIÓN DEL MERCADO DE PRODUCTOS (a)

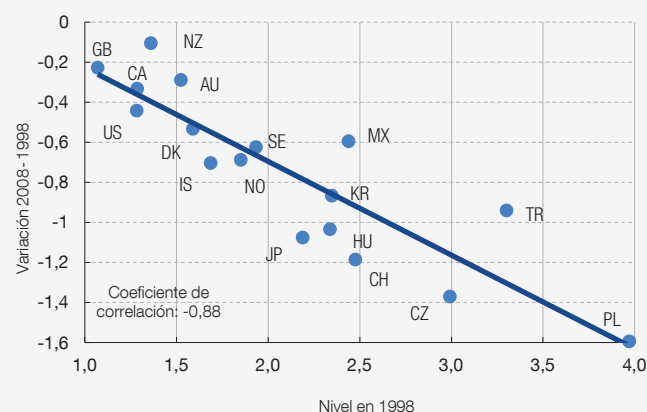
1 REGULACIÓN DEL MERCADO DE PRODUCTOS (ADMINISTRATIVA) (b)



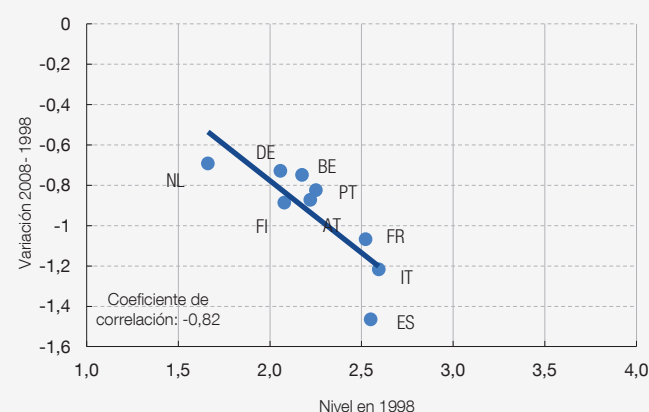
2 REGULACIÓN DEL MERCADO DE PRODUCTOS (NACIONAL) (b)



3 CAMBIOS EN LA REGULACIÓN DE MERCADOS PAÍSES NO EURO (c)



4 CAMBIOS EN LA REGULACIÓN DE MERCADOS ÁREA DEL EURO (c)



FUENTE: OCDE, *Product Market Regulation Database*.

a Los países que componen cada grupo:

OCDE-No Europa: Australia, Estados Unidos, Canadá y Japón.

Europa-UEM 10: Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda y Portugal.

Europa-No UEM: Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza.

Europa-Este: Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa y Turquía.

b Regulación del mercado de producto es el grado de rigidez (escala de 0 a 6, de menos a más rígida) de la legislación sobre la protección al mercado.

c Valor del indicador entre 0 y 6, siendo 0 el menos restrictivo.

De la simple observación de estos indicadores no es posible obtener conclusiones robustas sobre el impacto de la UEM en la intensidad reformadora de sus países miembros, dado que la evolución de los indicadores no es muy distinta de la que se observa, bien en los mismos países antes de la entrada en funcionamiento de la UEM, bien en países que no pertenecen a ese grupo con situaciones de partida similares. Por ello, es necesario recurrir a análisis más elaborados (de regresión múltiple) para identificar los posibles factores diferenciales. Entre los primeros trabajos dedicados a contrastar la hipótesis de si la UEM ha favorecido las reformas estructurales destaca el de Duval y Elmeskov (2005), quienes consideran tanto reformas laborales como del mercado de productos y encuentran que, en general, la ocurrencia de crisis económicas, la incidencia elevada del desempleo y una posición fiscal saneada tienden a inducir la introducción de reformas, mientras que la pertenencia a una unión monetaria, si acaso, disminuye la actividad reformadora. También encuentran que las reformas en el mercado de productos favorecen la introducción de reformas laborales, y viceversa. Un trabajo posterior de Høj *et al.* (2006) confirma que la ocurrencia de grandes crisis está asociada con más y mejores reformas, si bien, por lo que respecta a la protección del empleo y de los beneficios sociales de los trabajadores, estas suelen suceder en mayor medida en períodos de expansión. Más recientemente, Bertola (2010)<sup>4</sup> encuentra que en los países miembros de la UEM se produjo una mayor relajación de la legislación

4 Véanse G. Bertola (2010), «Labour markets in EMU: What has changed and what needs to change», en M. Butí, S. Deroose, V. Gaspar y J. Nogueira Martins (eds.), *The euro: the first decade*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 715-758, y G. Bertola y A. Lo Prete (2010), *Whence Policy? Government Policies, Finance and Economic Integration*, CEPR Working Paper n.º 7820.

sobre protección del empleo, una mayor reducción de la imposición sobre el trabajo y un incremento relativo de la tasa de sustitución de las prestaciones por desempleo<sup>5</sup>. Finalmente, otros enfoques narrativos concluyen que la expansión desincentivó la introducción de nuevas reformas, lo que no solo produjo una disminución del crecimiento económico, sino que prolongó también la expansión del crédito y retrasó las respuestas de política económica a la crisis<sup>6</sup>.

Los indicadores mostrados —disponibles hasta 2008— no reflejan todavía el impacto de las reformas recientes, pero la información de otras fuentes sugiere que el proceso de reforma estructural de las economías de la UEM parece haberse acelerado durante la crisis<sup>7</sup>, en particular en aquellos países más dependientes de la financiación exterior y en algunas áreas específicas, como los sistemas de negociación colectiva y de prestaciones por desempleo y los sistemas de pensiones y de protección social. No obstante, las diferencias entre los países miembros en lo que se refiere a la regulación de los mercados de productos y de trabajo siguen siendo muy acusadas.

5 Una tendencia común en los países de la eurozona es la sustitución gradual de la protección al empleo (más facilidades para la flexibilidad externa) por la protección al desempleo (mayores tasas de sustitución de las prestaciones por desempleo). En los mercados de bienes y servicios, los esfuerzos reformadores se centran en algunos sectores específicos (como las industrias de red) y en la eliminación de barreras administrativas; en cambio, apenas se perciben reformas de alcance en los sistemas educativos y de innovación y en los servicios profesionales.

6 Véase J. Fernández-Villaverde, L. Garicano y T. Santos (2013), *Political Credit Cycles: The Case of the Euro Zone*, NBER Working Paper n.º 18899.

7 OCDE (2013), *Going for growth*, París.

y la corrección de desequilibrios macroeconómicos; ii) la ejecución de los principios de disciplina fiscal acordados; iii) las consecuencias de la creciente integración financiera, y iv) la inexistencia de mecanismos comunes de resolución de crisis.

Las divergencias macroeconómicas entre los países de la eurozona pueden tener consecuencias graves si no se atajan a tiempo

Las principales divergencias en la UEM reflejaban, como se ha explicado, la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que habrían de requerir tarde o temprano una corrección. Los países con mayor crecimiento de su endeudamiento exterior fueron, de hecho, los que registraron un menor crecimiento de la productividad (véase gráfico 2.3), al contrario de lo que caracteriza un proceso natural de convergencia económica dentro de una zona monetaria común, en el que el mayor crecimiento futuro de la productividad en el país de renta más baja justifica su endeudamiento frente al país de renta más alta mientras se produce tal convergencia<sup>8</sup>.

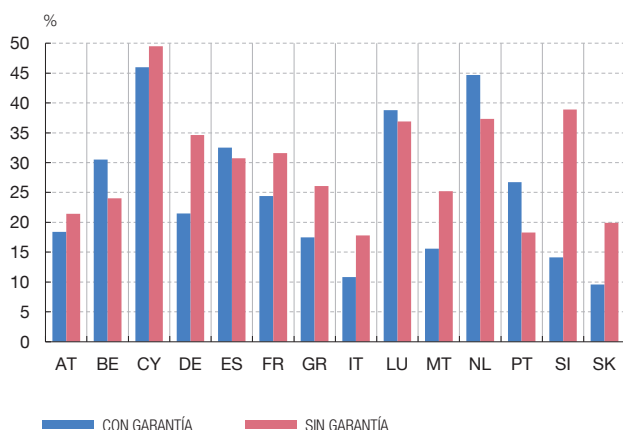
En Maastricht se establecieron procedimientos de supervisión y mecanismos de corrección de excesos de déficit y deuda públicos —aunque poco operativos, como se comenta

8 Véase F. Giavazzi y L. Spaventa (2011), «Why the current account may matter in a monetary union: lessons from the financial crisis in the euro area», en M. Beblavý, D. Cobham y L. Ódor (eds.), *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press.

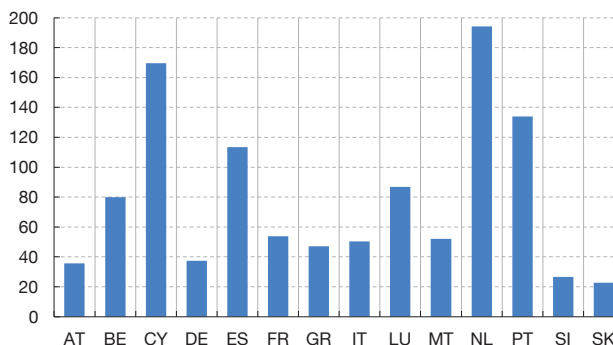
## ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES DE LA UEM

GRÁFICO 2.4

PORCENTAJE DE HOGARES CON DEUDA



RATIO DE DEUDA SOBRE RENTA PARA LOS HOGARES CON DEUDA MEDIANA

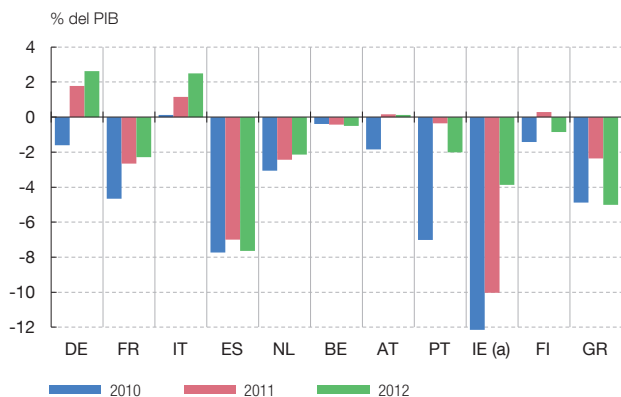


FUENTES: Encuesta Financiera de las Familias Europeas y Banco de España.

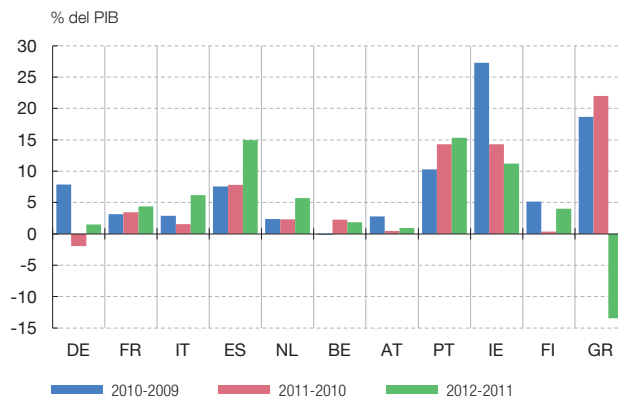
## SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS EN LA UEM

GRÁFICO 2.5

SALDO PRESUPUESTARIO PRIMARIO EN LA UEM



DEUDA PÚBLICA EN LA UEM (VARIACIÓN)



FUENTE: Eurostat.

a El déficit primario de Irlanda en 2010 es del 27,7 %.

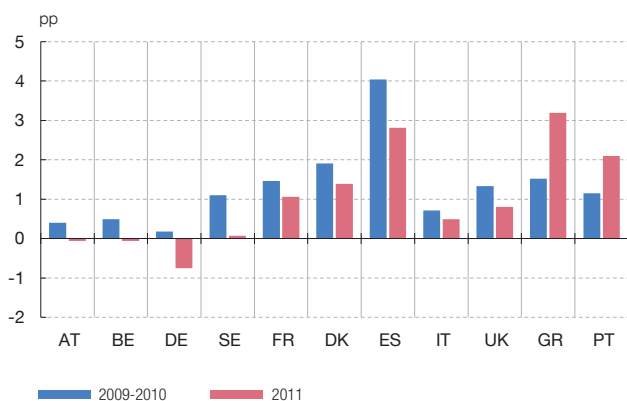
a continuación—. Pero el resto de potenciales desequilibrios macroeconómicos (paro, balanza por cuenta corriente...) apenas fueron objeto de atención.

Los mecanismos de disciplina fiscal no fueron efectivos...

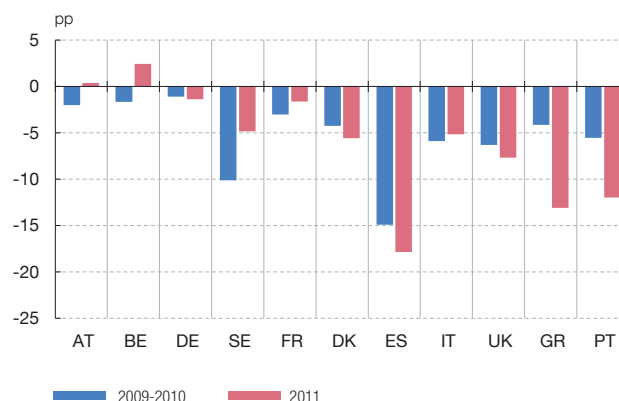
Una de las potenciales vulnerabilidades de la UEM que sí fue identificada tempranamente es la derivada del incentivo para llevar a cabo políticas fiscales demasiado laxas cuando se espera que los restantes países miembros acudan al rescate en caso de necesidad. Para corregirla, el Tratado estableció límites a los déficits y a la deuda públicos mediante el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que contemplaba también la imposición de multas a los países que sobrepasaran dichos límites. El Tratado advertía también de que los países deberían hacer frente a sus obligaciones de deuda exclusivamente mediante sus propios medios.

Sin embargo, durante el período 1999-2007, en un contexto de crecimiento y bajos costes de financiación, los desequilibrios fiscales de algunos de los países de la UEM fueron encubiertos por ingresos extraordinarios, que se utilizaron para reducir impuestos o

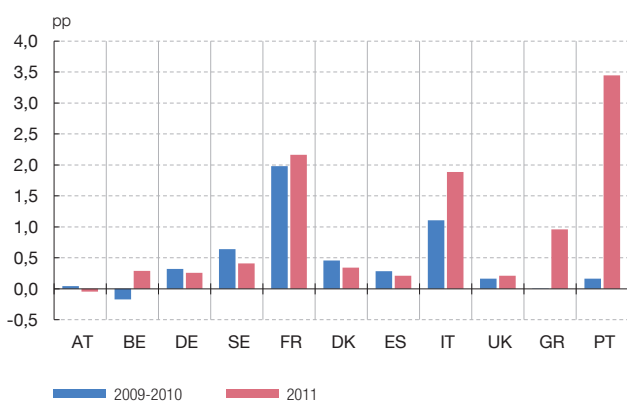
EMPLEO-DESEMPLEO



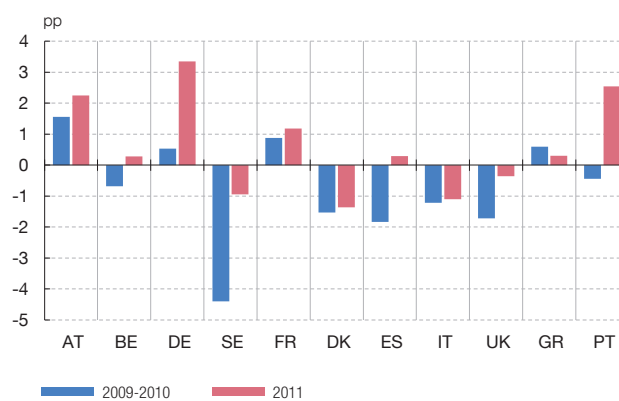
DESEMPLEO-EMPLEO



ACTIVIDAD-INACTIVIDAD



INACTIVIDAD-ACTIVIDAD



FUENTES: Encuesta de Población Activa (Eurostat) y Banco de España.

aumentar el gasto público. Esto no dio pie a ningún tipo de advertencia por parte de los organismos internacionales, que no identificaron los desequilibrios subyacentes y sus riesgos para la sostenibilidad de la deuda. En otros países que no disfrutaron de esos ingresos, como Alemania y Francia, pero que en algunos momentos desbordaron los límites de déficit establecidos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, los procedimientos establecidos no se aplicaron con la debida diligencia, lo que, a la postre, debilitó la capacidad del Pacto para reconducir situaciones de riesgo.

... por lo que el margen de maniobra fiscal frente a la crisis se agotó muy rápidamente

La fuerte dependencia de los ingresos extraordinarios, el aumento del gasto público durante la primera fase de la crisis, los gastos derivados del saneamiento del sector financiero y el marcado incremento de los costes de financiación indujeron un rápido aumento de los déficits públicos (véase gráfico 2.2). De hecho, las economías más vulnerables vieron cómo los instrumentos fiscales para la estabilización económica perdieron potencia precisamente cuando más se necesitaba, por lo que la capacidad para utilizar una política fiscal contracíclica quedó muy mermada. Las crecientes dificultades de financiación se agravaron cuando las necesarias medidas de consolidación fiscal comenzaron a producir sus efectos negativos sobre la actividad económica en el corto plazo. Esta situación ha suscitado un intenso debate acerca de la magnitud de los «multiplicadores fiscales» y el



margen de posible gradualismo en la reducción del gasto público que sea compatible con la salida menos costosa de la crisis (véase recuadro 1.2). En cualquier caso, las dificultades de financiación a las que se enfrentan los países con severos problemas fiscales y la propia incertidumbre sobre la magnitud de dichos multiplicadores obligan a encontrar las formas más eficientes de reducir el gasto público y aumentar los ingresos, en medio de las dificultades de un contexto marcado por el bajo crecimiento y la necesidad de desapalancamiento tanto del sector público como del privado.

Tampoco se habían previsto las consecuencias de la creciente integración financiera ni cómo hacer frente a crisis bancarias en este contexto

En el diseño inicial de la UEM, la supervisión y la regulación (en algunos de sus elementos) del sistema financiero se mantuvieron dentro del ámbito nacional, pese al esperado avance de la integración financiera en el área. Las consecuencias se pusieron de manifiesto de forma dramática con la crisis, ya que los Gobiernos hubieron de asumir individualmente el coste del saneamiento de instituciones financieras cuya actividad y repercusiones económicas trascendían sus fronteras. Esto acabó creando un «vínculo diabólico» que ha magnificado la relación entre los riesgos soberanos y bancarios, especialmente en aquellos países con menor potencial de crecimiento y una mayor tasa de endeudamiento<sup>9</sup>.

Los mecanismos de resolución de crisis bancarias y de deudas soberanas solo se han puesto en marcha *a posteriori*

A medida que las dificultades financieras se recrudecieron, Grecia (por los problemas de sostenibilidad de su deuda pública), Irlanda (por las consecuencias fiscales de su rescate bancario) y Portugal (en mayor parte, por debilidades de su crecimiento potencial) tuvieron que solicitar asistencia financiera de sus socios. Durante 2012, Chipre solicitó también de manera formal un programa de apoyo y España acordó un paquete de ayuda financiera para la recapitalización de una parte de su sector bancario. Los mecanismos para instrumentar la ayuda financiera, sujeta siempre a una estricta condicionalidad ajustada a cada caso, se formalizaron primeramente de manera *ad hoc* (Grecia) y, más tarde, a través del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Finalmente, en marzo de 2011 se aprobó la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), un mecanismo permanente de resolución de crisis financieras en los países de la zona del euro, que comenzó a funcionar el pasado mes de septiembre y que estará plenamente operativo a partir de julio de 2013.

El BCE ha suplido, en parte, estas insuficiencias mediante un uso intensivo de sus herramientas no convencionales

La actuación del BCE ha permitido paliar en parte las consecuencias de las debilidades institucionales señaladas, tanto mediante el uso de sus herramientas convencionales como, sobre todo, a través de la implementación de un conjunto amplio de medidas no convencionales. La política de provisión generosa de liquidez mediante operaciones de subasta a tipos fijos con adjudicación plena, la ampliación del colateral aceptado en las operaciones de préstamo y la extensión hasta los tres años del horizonte de sus operaciones a largo plazo son ejemplos significativos de acciones del BCE que, en distintos momentos, han permitido aliviar las tensiones y ganar el tiempo necesario para que actuaciones en otros frentes produjeran sus frutos. El diseño eficiente de las operaciones del BCE facilitó la toma de estas decisiones<sup>10</sup>. Asimismo, los programas de compras de valores dirigidos a restaurar el mecanismo de transmisión y, muy singularmente, el anuncio de las llamadas «Operaciones Monetarias de Compraventa» contribuyeron también de manera sustancial a rebajar los riesgos de espirales crecientes de las primas de riesgo soberano asociadas al aumento de la incertidumbre sobre la irreversibilidad del euro. En cualquier caso, es evidente a partir de la descripción realizada de los orígenes de esta crisis que los instrumentos de los que dispone la autoridad monetaria no permiten resolver los problemas de fondo, de manera que su papel no puede sustituir la mejora de la gobernanza y del diseño institucional de la UEM.

9 Véase A. Mody y D. Sandri (2012), «The eurozone crisis: how banks and sovereigns came to be joined at the hip», *Economic Policy* (abril), pp. 199-230.

10 Para una comparación de las respuestas de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el BCE a la crisis financiera, véase M. Lenza, H. Pill y L. Reichlin (2010), *Monetary Policy in Exceptional Times*, ECB Working Paper, 1253.

<p>Primera fase de la reforma (<i>six-pack</i>)</p>	<p>Fortalecimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además del límite del 3 % del PIB para el déficit y del compromiso de converger al menos en 0,5 pp del PIB (en términos estructurales) hacia objetivo de medio plazo, se introducen: límites al crecimiento del gasto, una regla para la reducción de la deuda (1/20 por año) y sanciones más amplias que podrán aplicarse en una fase más temprana del procedimiento; también se incorpora la regla de votación inversa, por la que las recomendaciones de la Comisión se consideran aprobadas a no ser que el Consejo se manifieste en contra en un plazo determinado.</p> <p>Creación del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, para la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos. A partir de un conjunto de indicadores (Mecanismo de Alerta), se determinará qué países tienen o están en riesgo de tener desequilibrios excesivos. Estos países serán objetivo de un «análisis en profundidad», que concluirá con recomendaciones. Si no se cumplen de manera reiterada estas recomendaciones, el procedimiento podría finalizar con la imposición de sanciones.</p>
<p>Otros elementos de la reforma (<i>two-pack</i>)</p>	<p>Regulación de la Comisión Europea que otorga a la CE capacidad para emitir una opinión sobre los presupuestos nacionales antes de que estos se aprueben en el Parlamento y que recomienda el establecimiento de consejos nacionales independientes.</p> <p>Regulación de la Comisión Europea que introduce el procedimiento de supervisión reforzada para los países que hayan solicitado asistencia financiera o que presenten inestabilidades que puedan poner en riesgo la estabilidad financiera del área.</p>
<p>Otros mecanismos de carácter intergubernamental</p>	<p>Tratado de Estabilidad, Convergencia y Gobernanza. El denominado <i>Fiscal Compact</i> obliga a trasladar a los marcos jurídicos nacionales, preferiblemente a la Constitución, el compromiso de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo y a introducir un mecanismo automático de corrección de las posibles desviaciones.</p> <p>Pacto por el Euro Plus (acuerdo intergubernamental por el que los países se comprometen a establecer compromisos concretos de reforma para incrementar la armonización fiscal, la competitividad y el saneamiento financiero).</p>

FUENTE: Banco de España.

### 3 Vías de avance en la resolución de las deficiencias de la UEM

Para abordar los problemas que están en la raíz de la crisis que afecta al área del euro, es imprescindible que los países miembros adopten actuaciones enérgicas y convincentes. Los Gobiernos han de asumir que en una unión monetaria las políticas nacionales deben orientarse inequívocamente a incrementar la capacidad de ajuste de sus economías, aumentar la productividad y garantizar un entorno de estabilidad macroeconómica. Y ello exige progresar en la consolidación de las finanzas públicas y emprender las reformas que eleven el crecimiento potencial y la competitividad de las economías, y suministren, al mismo tiempo, la flexibilidad necesaria dentro de una unión monetaria para suplir la carencia de algunos instrumentos tradicionales de estabilización, como el tipo de interés, el tipo de cambio o, incluso, la discrecionalidad fiscal.

Pero ello no basta. Son igualmente precisas acciones decididas en el ámbito del conjunto del área. La constatación de que el diseño inicial de la unión monetaria no era suficientemente sólido ha hecho de su reforma una condición imprescindible para recuperar la credibilidad en la continuidad del proyecto.

La reforma de la gobernanza empezó por el fortalecimiento de los instrumentos para la vigilancia de las políticas económicas

En un primer momento, la reforma de la arquitectura institucional de la UEM se centró principalmente en fortalecer los mecanismos de vigilancia de las políticas presupuestarias, ampliando después el perímetro de supervisión a los desequilibrios macroeconómicos (véase cuadro 2.1). También se inició la reforma de las políticas micro y macroprudencial, para subsanar los defectos que habían permitido una acumulación excesiva de riesgo en la mayoría de los sistemas bancarios de la UEM.

Se revisó el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, se introdujeron el *Fiscal Compact*

Se llevó a cabo una profunda revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, dotándolo de nuevas reglas de gasto y de reducción de la deuda y de un conjunto de mecanismos de sanción más amplio y oneroso. También se capacitó a la Comisión Europea para intervenir

y el nuevo Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos...

en la fase de diseño de los presupuestos nacionales (*two-pack*). Para mejorar el anclaje nacional de las políticas fiscales se introdujo el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, un pacto intergubernamental conocido como *Fiscal Compact*, que obliga a trasladar a los ordenamientos jurídicos nacionales, preferiblemente a la Constitución, el compromiso de mantener un presupuesto equilibrado a lo largo del ciclo. Y para prevenir la gestación de desequilibrios macroeconómicos de naturaleza distinta de la fiscal se instauró el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos y se firmó el Pacto por el Euro Plus, por el que los Gobiernos de la UEM se comprometen a establecer políticas salariales y de reforma estructural favorecedoras de la competitividad.

... y se introdujo una nueva área de vigilancia de riesgos financieros sistémicos: la política macroprudencial

En una etapa relativamente temprana, los Gobiernos acordaron también la reforma del marco de supervisión financiera en la Unión Europea, con la creación de autoridades supervisoras sectoriales y, de forma muy prominente, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS, o ESRB, por sus siglas en inglés), el nuevo órgano encargado de la supervisión macroprudencial, que tiene como objetivo principal examinar el sistema financiero en su conjunto, vigilando que la creciente interrelación y la complejidad de las operaciones no desemboquen en riesgos de carácter sistémico. La JERS recomendó a todos los Estados miembros el establecimiento de autoridades macroprudenciales nacionales, de acuerdo con una serie de principios básicos. El Banco de España ha creado un grupo de trabajo de alto nivel, con la participación del Tesoro, para la elaboración de propuestas concretas a este respecto.

También se establecieron mecanismos permanentes de asistencia financiera para los países con dificultades de acceso a los mercados

El desarrollo de estos nuevos mecanismos de vigilancia de las políticas económicas nacionales ayudó a vencer la resistencia de algunos países a establecer mecanismos de asistencia financiera a los países que experimentaban dificultades para captar financiación en los mercados. Las tensiones para alcanzar un acuerdo sobre cómo canalizar la asistencia financiera a Grecia evidenciaron la necesidad de disponer de un instrumento permanente, con reglas definidas de actuación que permitan actuar con diligencia para evitar el contagio a otras economías. Pero el temor a que ese instrumento debilitase los incentivos para mantener políticas más disciplinadas hizo que se partiera de un enfoque inicial de mínimos, que tuvo que rectificarse a medida que las sucesivas oleadas de tensiones financieras pusieron de manifiesto la necesidad de disponer de cortafuegos mucho más potentes y con la flexibilidad suficiente para afrontar las especificidades de cada situación. Tras la reforma del Tratado de funcionamiento de la UE, el 27 de septiembre de 2012 entró en funcionamiento el MEDE, institución diseñada con carácter permanente para canalizar la asistencia financiera a los países del área que la requieran, sujeta a una estricta condicionalidad. El MEDE estará plenamente operativo a partir del verano de este año.

Pero estos instrumentos no resultaban suficientemente potentes para cortocircuitar las espirales de inestabilidad a las que UEM seguía siendo vulnerable

Las tensiones vividas a lo largo de 2012 pusieron de manifiesto que el fortalecimiento de los mecanismos de vigilancia, aunque necesario, resultaba por sí solo insuficiente. Los retos para la integridad del área del euro no tienen su origen solo en la inflexibilidad de los mercados laborales y de productos, la dispersión de la regulación y supervisión financieras o la ausencia de disciplina fiscal. Los acontecimientos del verano pasado evidenciaron que en una unión monetaria imperfecta sus países miembros son vulnerables a las profecías que se autoalimentan y que pueden terminar transformando los problemas de liquidez de una economía en una crisis de confianza que se extienda rápidamente a otros países del área y que llegue a poner en riesgo la viabilidad misma del proyecto<sup>11</sup>.

Se hizo necesario avanzar hacia una mayor integración fiscal, económica y financiera

El surgimiento durante 2012 del denominado «riesgo de redenominación», asociado a la posibilidad de una ruptura de la moneda única, hizo necesario un salto cualitativo en la reforma de

11 P. de Grauwe (2011), *The governance of a fragile Eurozone*, Universidad de Lovaina y CEPS.

	A corto plazo (próximos 18 meses)	A medio plazo (de 18 meses a 5 años)	A largo plazo (más de 5 años)
Unión bancaria	Mecanismo único de supervisión y mecanismo único de resolución		Plena unión bancaria, donde, de acuerdo con las propuestas iniciales, tenga cabida un fondo común de garantía de depósitos
Unión fiscal		Capacidad fiscal para amortiguar <i>shocks</i> asimétricos. Fondo de Amortización de Deuda. Emisiones conjuntas de deuda a corto ( <i>eurobills</i> ). Tesoro Europeo	Plena unión fiscal, con la creación de un Presupuesto Europeo y la introducción de eurobonos
Unión económica	Plena implementación del Semestre Europeo, del <i>six-pack</i> y acuerdo rápido sobre el <i>two-pack</i> . Creación de un instrumento de convergencia y competitividad (compromisos contractuales de reforma)	Mayor coordinación de políticas de empleo e impositivas	Mayor coordinación de las políticas económicas
Unión política	A lo largo de todo el proceso se buscará mayor legitimidad democrática, mejorando los procesos de rendición de cuentas ante el Parlamento Europeo		

FUENTE: Banco de España.

la gobernanza. A finales de junio de 2012, los jefes de Estado y de Gobierno del área del euro imprimieron una nueva dimensión al proceso y acordaron avanzar hacia una nueva Unión que contemple el traslado en el ámbito del área de buena parte de las responsabilidades de supervisión de las entidades de crédito y de gestión de crisis bancarias (unión bancaria); un sistema de incentivos para promover reformas estructurales y una mayor coordinación de políticas (unión económica); una capacidad fiscal suficiente para ayudar a afrontar las perturbaciones de carácter más nacional y evitar que se propaguen al resto de los países (unión fiscal); y mecanismos que garanticen la legitimidad democrática de todo el proceso (unión política).

A pesar de las fuertes interdependencias y sinergias existentes entre esos cuatro pilares, el proceso se desarrollará en diferentes fases (véase cuadro 2.2), si bien existe todavía mucha incertidumbre sobre el alcance de las propuestas en varios de estos ámbitos, particularmente en lo concerniente a las iniciativas que conllevan una cierta mutualización de riesgos. Aun así, se han abierto el debate y la reflexión sobre la arquitectura necesaria para la estabilidad de la UEM a largo plazo y se ha dispuesto una hoja de ruta para transitar hacia ese nuevo modelo.

Paralelamente, a corto plazo hay que abordar la absorción de los desequilibrios acumulados en el pasado

Por otra parte, aunque el diseño de esta hoja de ruta ha permitido reforzar el compromiso de los Gobiernos con la continuidad del proyecto europeo, no se debe olvidar que, a más corto plazo, la resolución de la crisis requiere también actuaciones específicas que faciliten la corrección de los desequilibrios que han llevado a ella (*legacy issues*), alivien los costes del ajuste y permitan recuperar pronto una senda de crecimiento.

### 3.1 LA UNIÓN BANCARIA

La integración financiera en una unión monetaria requiere

Durante la fase más aguda de la crisis se hizo evidente la vulnerabilidad que genera la coexistencia de una política monetaria única con unos sistemas financieros en los que la responsabilidad última de supervisión y resolución de entidades recae en los Gobiernos nacionales. En la literatura analítica, este fenómeno recibe la denominación de «trilema

mayor corresponsabilidad en la supervisión y en la resolución bancarias...

... para prevenir riesgos sistémicos y la retroalimentación entre los riesgos soberano y bancario

En junio de 2012 se acordó avanzar hacia una unión bancaria

En diciembre se concedió prioridad al establecimiento de un supervisor único, que integrarán el BCE y los supervisores nacionales

El mecanismo común de gestión y resolución de entidades en crisis conllevará compartir soberanía a cambio de una mayor mutualización de riesgos

financiero», según el cual el mantenimiento de la autonomía de las políticas financieras nacionales en presencia de un sistema financiero integrado supranacionalmente acaba generando inestabilidades que pueden degenerar en graves crisis bancarias<sup>12</sup>.

La capacidad de los Gobiernos nacionales para garantizar la estabilidad financiera dentro de una unión monetaria se encuentra limitada por la posibilidad de que surja una dinámica perversa de realimentación entre riesgo bancario y soberano. También es limitada la capacidad de la supervisión financiera ejercida a escala nacional para lidiar con las implicaciones sistémicas propias de un área financiera integrada y con las dificultades de coordinación que se plantean en el caso de entidades con fuertes vínculos transfronterizos, que pueden prolongar el proceso e incrementar los costes de reestructuración o resolución, como sucedió con algunos grupos europeos.

Todo ello ha cimentado un consenso creciente sobre la necesidad de transferir progresivamente aspectos esenciales de la política bancaria al nivel supranacional<sup>13</sup>. Con este propósito, en junio de 2012 los Gobiernos europeos acordaron avanzar hacia el establecimiento de una unión bancaria, capaz de restablecer la confianza en la solidez del sistema bancario, eliminar la fragmentación de los mercados y restaurar los canales de transmisión de la política monetaria. Según el acuerdo inicial alcanzado, esta unión se asentaría en tres pilares fundamentales: un mecanismo único de supervisión, un mecanismo de gestión y resolución de entidades en crisis y, finalmente, un fondo común de garantía de depósitos.

Ante la grave situación de inestabilidad que se vivió en el verano de 2012 y las dificultades políticas que existen para avanzar en los otros dos pilares de la unión bancaria debido a sus potenciales implicaciones fiscales, se ha avanzado más rápidamente en el establecimiento del mecanismo único de supervisión, que previsiblemente entrará en vigor a lo largo de 2014, integrando a las autoridades supervisoras nacionales y al BCE, que será el encargado de supervisar directamente a las entidades de mayor tamaño y a aquellas que hayan recibido asistencia financiera europea. Para evitar los conflictos que puedan surgir entre las decisiones de política monetaria y las labores de supervisión del BCE, se van a establecer barreras funcionales en el seno de la institución; más concretamente, mediante la creación de un nuevo Consejo de Supervisión, cuyas decisiones se considerarán adoptadas siempre y cuando el Consejo de Gobierno no se manifieste en contra. Las autoridades supervisoras nacionales seguirán desempeñando, en todo caso, una labor importante en el mecanismo único de supervisión, que permitirá aprovechar su mejor conocimiento de los mercados locales.

Para lograr una genuina unión bancaria se requiere no solo centralizar la responsabilidad de la supervisión prudencial de los bancos, sino también establecer un mecanismo integrado de reestructuración y resolución de entidades en dificultades, con la capacidad fiscal suficiente para aislar los focos de inestabilidad cuando la prevención no baste y se produzcan crisis bancarias<sup>14</sup>. Solo con este enfoque supranacional se podrán abordar con la necesaria celeridad los problemas, evitando que las dificultades que puedan producirse en algunas entidades contaminen las cuentas públicas de los Estados donde se localizan y proyecten la desconfianza sobre todo el sistema financiero.

<sup>12</sup> D. Schoenmaker (2009), *The trilemma of Financial Stability*, documento de trabajo 1340395, SSRN.

<sup>13</sup> Véanse Th. Beck (ed.) (2012), *Banking union for Europe: risks and challenges*, VoxEU Book, y J. Pisani-Ferry, A. Sapir, N. Véron y G. B. Wolff (2012), *What kind of European banking union?*, Bruegel Policy Contribution 2012/12.

<sup>14</sup> Véase, por ejemplo, D. Gross y D. Schoenmaker (2012), *A European Deposit Insurance and Resolution Fund*, documento de trabajo del CEPS, n.º 364.

Las propuestas basadas en una mayor coordinación de las autoridades nacionales de resolución, incluso cuando contemplan reglas preestablecidas para la distribución de costes en el caso de entidades bancarias transfronterizas, no tienen la potencia suficiente para eliminar el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano<sup>15</sup>. Conscientes de ello, en la cumbre de jefes de Estado o de Gobierno de la UEM de diciembre de 2012 se alcanzó el compromiso de avanzar en el diseño de un nuevo instrumento a lo largo de 2013, sobre la base de una propuesta que deberá elaborar la Comisión Europea. Es evidente que un mecanismo de estas características supone poner en común decisiones con implicaciones fiscales y políticas. Pero el establecimiento de una unión bancaria incompleta tendría efectos nocivos sobre la estabilidad financiera, ya que no solo no eliminaría el vínculo desestabilizador entre riesgo soberano y bancario, sino que también provocaría fuertes tensiones institucionales entre el organismo de carácter supranacional que decide qué entidades pueden resultar o no viables y los Estados que tendrían que afrontar individualmente su reestructuración o resolución.

A fin de minimizar el riesgo de debilitamiento de los incentivos para mantener prácticas bancarias prudentes en el nuevo contexto de mayor mutualización de riesgos, se deberá contar con un marco regulatorio claro que garantice que cualquier entidad de la zona del euro se resuelve con homogeneidad de criterios, que asegure que los accionistas y los inversores privados comparten las pérdidas y bajo la premisa de que toda ayuda será recuperada o incluso prefinanciada por el propio sector privado financiero<sup>16</sup>.

El establecimiento de un sistema integrado de garantía de depósitos se abordará también más adelante

El tercer elemento de la futura unión bancaria completa es la creación de un esquema común de garantía de depósitos, sobre el que no se ha forjado aún un consenso. En la actualidad, en los países de la UEM coexisten distintos fondos de garantía no perfectamente armonizados, en particular en lo que concierne a su forma de financiación. El respaldo implícito del Tesoro nacional si los fondos acumulados resultan insuficientes en caso de crisis de naturaleza sistémica explica que esta pieza del entramado constituya un eslabón significativo del nexo existente en la actualidad entre riesgo soberano y riesgo bancario.

Aunque las directivas europeas en marcha supondrán una mayor armonización de estos esquemas, las estimaciones disponibles sobre los costes de las crisis bancarias ponen de relieve las limitaciones que puede tener un fondo de carácter nacional para frenar procesos de pérdida de confianza que puedan desembocar en una retirada masiva de depósitos<sup>17</sup>. Algunas propuestas sugieren establecer un sistema de préstamos entre los respectivos fondos nacionales, lo que incrementaría la potencia de intervención, aunque podría no ser suficiente si la desconfianza se extiende a un número elevado de países. Otra posibilidad es la creación de un fondo de garantía supranacional, que coexistiría con los actuales fondos nacionales y que solo actuaría cuando el fondo del país afectado hubiera agotado sus recursos.

### 3.2 LA UNIÓN ECONÓMICA

El funcionamiento adecuado de la UEM requiere que los países establezcan medidas que eviten la aparición de desequilibrios y aumenten la potencia de los mecanismos de ajuste

El diseño del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos responde a la necesidad de detectar con antelación la generación de desequilibrios que pueden suponer un riesgo para la estabilidad del área del euro. La constatación de que los miembros de la UEM no están exentos del riesgo de una crisis de balanza de pagos<sup>18</sup> aconseja la adopción de mecanismos de naturaleza más proactiva que eviten la emergencia de desequilibrios e incrementen la potencia de los canales que permiten su ajuste. La Estrategia Europa 2020 y su predecesora,

15 Ch. Goodhart y D. Schoenmaker (2009), «Fiscal Burden Sharing in Cross-Border Banking Crises», *International Journal of Central Banking*.

16 J. Pisani-Ferry y M. Wolf (2012), *The fiscal implications of a Banking Union*, Bruegel Policy Contribution 2012/2.

17 L. Laeven y F. Valencia (2012), *Systemic Banking Database: an update*, documento de trabajo 12/163, Fondo Monetario Internacional.

18 S. Merler y J. Pisani-Ferry (2001), *Sudden stops in the euro area*, Bruegel Policy Contribution 2012/06.

la Agenda de Lisboa, no han conseguido hasta ahora impulsar los procesos de reforma que hubieran permitido afrontar las perturbaciones actuales con una mayor flexibilidad.

El futuro Mecanismo Europeo de Convergencia y Competitividad introduce compromisos contractuales de reforma con incentivos financieros...

Los jefes de Estado y de Gobierno de la UEM acordaron la creación del denominado «Mecanismo Europeo de Convergencia y Competitividad», que tiene como objetivo principal impulsar procesos de reformas económicas mediante el establecimiento de compromisos contractuales que contarán con incentivos financieros. Se trata, en todo caso, de un instrumento complejo, ya que descansa, en última instancia, en un contrato entre instituciones internacionales y nacionales.

... a los que habría que añadir los instrumentos de convergencia diseñados y gestionados desde las instancias comunitarias...

Alternativa o complementariamente, cabría desarrollar programas financiados exclusivamente por instancias comunitarias que se ofrecerían a los países miembros bajo el principio de que tales instrumentos estarían disponibles siempre y cuando se eliminaran las restricciones institucionales que puedan impedir su eficacia. Se podría permitir la reorientación de los fondos estructurales e, incluso, nuevas contribuciones de los países miembros a tal fin. Las iniciativas podrían focalizarse a la mejora del funcionamiento de los mercados de trabajo, que, como se ha puesto de manifiesto a lo largo de la crisis, determinan de manera crucial la respuesta de cada país ante una perturbación.

... así como la implementación plena de la Directiva de Servicios y de la armonización fiscal

Tampoco se debe olvidar la necesidad de avanzar de manera más decidida hacia la eliminación de las barreras que todavía obstaculizan el comercio o la prestación internacional de servicios y hacia una mayor armonización fiscal que evite distorsiones a la competencia empresarial.

### 3.3 LA UNIÓN FISCAL

La necesidad de un presupuesto europeo está sujeta a mucha controversia

Como complemento del reforzamiento de los instrumentos de coordinación y supervisión de las políticas fiscales nacionales, la ampliación de la capacidad de actuación estabilizadora del presupuesto europeo permitiría suavizar el impacto económico de perturbaciones de carácter asimétrico. No obstante, la ampliación del tamaño y de las funciones del presupuesto europeo está sujeta a fuerte controversia.

Por un lado, no existe un consenso sobre la potencia de posibles estabilizadores fiscales de carácter supranacional para absorber el impacto de determinadas perturbaciones asimétricas entre los países de la UEM. Aunque algunos trabajos empíricos revelan la relevancia de este tipo de asimetrías como factores explicativos de las diferencias cíclicas dentro de la UEM<sup>19</sup>, no está claro que este instrumento sea adecuado cuando las divergencias reflejan respuestas diferenciadas ante una perturbación común, como consecuencia de especificidades nacionales que tienen su origen, por ejemplo, en un mal funcionamiento del mercado laboral.

Por otro, hay evidencia que revela que en Estados Unidos y en otros Estados federales son los canales financieros los que amortiguan buena parte de las perturbaciones de carácter asimétrico, mientras que el papel amortiguador de las transferencias fiscales es más reducido, aunque significativo<sup>20</sup>. Pero no es evidente que se pueda extrapolar la experiencia de estas federaciones al área del euro. La crisis ha mostrado que la UEM

19 A. Belke y D. Gross (1999), «Asymmetric shocks and EMU. Is there a need for a Stability Fund?», *Intereconomics*, 1998.

20 P. Asdrubali, B. E. Sørensen y O. Yosha (1996), «Channels of interstate risk sharing: United States (1963-1990)», *The Quarterly Journal of Economics*, noviembre, pp. 1081-1111. M. Hoffmann y B. E. Sørensen (2012), «Don't expect too much from EZ fiscal union – and complete the unfinished integration of European capital markets!», *VoxEU*, noviembre.

es muy vulnerable a procesos de pérdida de confianza que pueden acabar generando un repliegue de capitales extranjeros y una fragmentación de los mercados financieros que, lejos de amortiguar las perturbaciones, pueden agravarlas. Los avances hacia la unión bancaria permitirán mitigar los riesgos de fragmentación, pero, aun así, la distribución de los activos financieros en Europa presenta un mayor sesgo nacional que en otros Estados federales, sin que exista evidencia que cuantifique los factores que explican este hecho.

El presupuesto europeo, en todo caso, no ampliaría las funciones redistributivas de la renta que ya contempla el marco actual y tendría un tamaño inferior al de otras federaciones

El tamaño del presupuesto europeo común podría, en todo caso, ser inferior al de otras federaciones, ya que no desempeñaría funciones de redistribución de la renta adicionales a las que se contemplan actualmente en el marco de las políticas favorecedoras de la convergencia, y se limitaría a añadir funciones estabilizadoras o de impulso de las reformas estructurales (en el caso del Mecanismo de Competitividad y Convergencia, por ejemplo). No obstante, algunas propuestas más ambiciosas reclaman también capacidad para hacer frente a recesiones severas que afecten al conjunto de la UEM y para preservar la estabilidad financiera, aunque siempre manteniendo un equilibrio financiero a lo largo del ciclo para evitar transferencias permanentes de rentas (véase recuadro 2.2)<sup>21</sup>.

La distribución de fondos podría estar ligada al desempleo o a la brecha de producción

Para ejercer su función estabilizadora se han planteado diversas opciones<sup>22</sup>. Entre las más relevantes, destaca el establecimiento de un tramo del seguro de desempleo financiado con el presupuesto europeo o de un sistema de pagos vinculados a las desviaciones del producto respecto a su nivel potencial. Su financiación podría realizarse mediante aportaciones directas de los Gobiernos o con fondos procedentes de impuestos específicos.

Una unión fiscal se podría completar con la emisión conjunta de deuda

Un paso más avanzado en el terreno de la unión fiscal es la emisión conjunta de algún tipo de deuda compartida que ayude a mitigar la vulnerabilidad de las emisiones individuales ante procesos de pérdida de confianza como los experimentados a lo largo de la crisis. En este sentido, a medio plazo se ha contemplado la posibilidad de emisión conjunta de instrumentos de deuda de corto plazo (*Treasury Bills*), de manera limitada y sometida a condicionalidad estricta<sup>23</sup>. Más a largo plazo, la Comisión Europea y el Consejo han considerado la introducción de eurobonos, aunque esta iniciativa plantea un fuerte rechazo en algunos países, por el riesgo de debilitamiento de los incentivos a establecer políticas fiscales disciplinadas que podría conllevar. Por ello, han circulado alternativas que tratan de introducir elementos adicionales de disciplina [Delpla *et al.* (2010), Euro-nomics Group (2011)] que complementan el entramado de reglas que se derivan de la reforma reciente de la gobernanza<sup>24</sup>.

#### 3.4 LA NECESIDAD DE ABSORBER LOS DESEQUILIBRIOS ACUMULADOS

La cooperación internacional es imprescindible para abordar la resolución de los problemas heredados del pasado...

Además de seguir avanzando hacia una mayor integración económica, fiscal y financiera, a corto plazo también se requiere un elevado grado de cooperación para eliminar los desequilibrios acumulados y diseñar estrategias que faciliten la recuperación de la confianza y del crecimiento económico para facilitar la transición hacia el nuevo modelo de la UEM.

21 G. B. Wolff (2012), *A budget for Europe's monetary union*, Bruegel Policy Contribution 2012/22.

22 J. Pisani-Ferry, E. Vihriala y G. B. Wolff (2013), *Options for a Euro Area fiscal capacity*, Bruegel Policy Contribution 2013/1.

23 Según una idea original de C. Hellwig y T. Philippson (2011), «Eurobills, not Eurobonds», *VoxEU*, que proponen un límite de un 10% del PIB para todos los países.

24 Véanse J. Delpla y J. von Weizsacker (2010), *The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Brief 420, y Euro-nomics Group (2011), *European Safe Bonds (ESBies)*, *The Euro-nomic-group*.



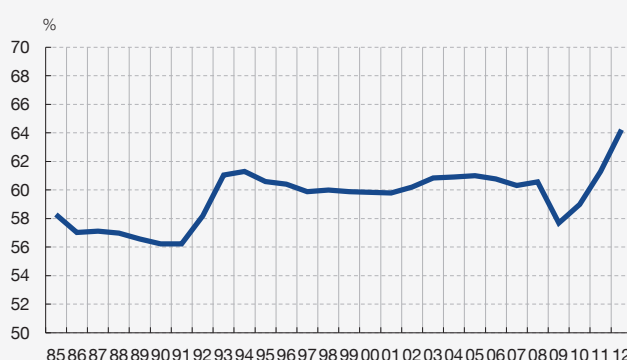
La literatura sobre uniones monetarias señala que los principales canales que permiten amortiguar o compartir los riesgos (*risk sharing*) cuando un país de la unión registra una perturbación asimétrica discurren a través de los flujos migratorios, las transferencias fiscales y los mercados financieros. Cuando un país (o región) experimenta una perturbación, las consecuencias pueden verse aminoradas si parte de su población emigra a otras regiones. El *shock* puede verse también amortiguado por la intervención pública

a través de transferencias fiscales del presupuesto federal, como en el caso de Estados Unidos (canal fiscal). Además, la caída del PIB no tiene por qué trasladarse en su totalidad a la renta de los residentes si la propiedad del capital está diversificada de manera que parte del capital productivo de esa economía sea propiedad de no residentes, al tiempo que los residentes obtienen rentas de otros países (regiones) no afectadas por el *shock* —a este canal se le denomina habitualmente en esta literatura «mercados de capital»—.

1 SESGO NACIONAL EN LAS EMISIONES DE RENTA VARIABLE (a)



2 RIESGO NO COMPARTIDO (b)



3 MECANISMOS DE RISK-SHARING (c)

	Estimaciones UEM			CE-8 (d)	Estados Unidos (e)	Canadá (f)	Alemania (g)
	1970-2012	1999-2007	1999-2012	1966-1990	1963-1990	1961-2006	1995-2006
Mercados de capital	-0,03 (-1,76)	0,03 (0,29)	-0,09 (-0,97)	0,00 (1,00)	0,39 (3,00)	0,26 (7,15)	0,51 (6,80)
Depreciación	-0,10 (-6,23)	0,00 (-0,20)	-0,13 (-3,38)	-0,04 (-2)	-	-	-
Transferencias	0,01 (0,38)	-0,11 (-1,43)	0,09 (1,01)	0,00 (2,00)	0,13 (1,00)	0,26 (6,63)	0,11 (1,58)
Canal de crédito	0,47 (7,84)	0,54 (2,46)	0,49 (4,23)	0,46 (6,00)	0,23 (6,00)	0,18 (9,78)	0,18 (3,13)
Riesgo no compartido	0,64 (9,70)	0,54 (6,06)	0,63 (5,74)	0,57 (6,00)	0,25 (6,00)	0,30 (4,07)	0,21 (3,01)

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

a Porcentaje en poder de residentes del país, de la zona del euro y de fuera de la zona del euro.

b Estimado según la metodología de Asdrubali *et al.* (1996).

c Entre paréntesis, t-ratios. El sistema estimado es:

$$(1) \Delta \text{PIB}_t - \Delta \text{PNB}_t = V_{1t} + \beta_1 \Delta \text{PIB}_t + \epsilon_{1t}$$

$$(2) \Delta \text{PNB}_t - \Delta \text{PNN}_t = V_{2t} + \beta_2 \Delta \text{PIB}_t + \epsilon_{2t}$$

$$(3) \Delta \text{PNN}_t - \Delta \text{RNN}_t = V_{3t} + \beta_3 \Delta \text{PIB}_t + \epsilon_{3t}$$

$$(4) \Delta \text{RNN}_t - \Delta C_t = V_{4t} + \beta_4 \Delta \text{PIB}_t + \epsilon_{4t}$$

$$(5) \Delta C_t = V_{5t} + \beta_5 \Delta \text{PIB}_t + \epsilon_{5t}$$

donde PIB es el producto interior bruto, PNB el producto nacional bruto, PNN el producto nacional neto, RNN la renta nacional neta y C el consumo total.

Todas las variables se expresan en logaritmos y los coeficientes  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  aproximan el riesgo compartido a través de los mercados de capital, la depreciación, las transferencias fiscales y los mercados de crédito, respectivamente. El coeficiente  $\beta_5$  mide el riesgo no compartido.

d B. E. Sørensen y O. Yosha (1998), «International risk sharing and European monetary unification», *Journal of International Economics*, 45, pp. 211-238.

e P. Asdrubali, B. E. Sørensen y O. Yosha, «Channels of interstate risk sharing: United States (1963-1990)», *The Quarterly Journal of Economics*, 111 (4), pp. 1081-1111.

f S. Basher, F. Bali y L. Rosmy (2009), *Channels of risk sharing among Canadian provinces: 1961-2006*.

g R. Heppel y J. von Hagen (2010), *Interstate risk sharing in Germany, 1970-2006*, University of Connecticut Working Paper 13.

Finalmente, las empresas y los hogares de esa economía pueden suavizar su consumo acudiendo al mercado de crédito (canal de crédito).

Diversos trabajos empíricos han tratado de cuantificar el grado de compensación que puede proporcionar cada uno de estos canales a partir de la experiencia de uniones federales establecidas previamente. La metodología empleada es habitualmente la propuesta por Asdrubali *et al.* (1996)<sup>1</sup>, que trata de cuantificar en qué medida la varianza del producto interior bruto de un Estado se ve reflejada en la varianza del consumo total de ese Estado<sup>2</sup>.

Como se aprecia en el cuadro adjunto, la evidencia disponible para Estados Unidos y otros Estados federales señala que buena parte de las perturbaciones se ven amortiguadas por los mercados de capitales (en torno al 40 %). Los mercados de crédito también desempeñan un papel relevante como canal de diversificación del riesgo (amortiguando en torno al 20 % de los *shocks*), mientras que el impacto de las transferencias fiscales tiende a ser más moderado, inferior al 20 %, pero económicamente significativo. Aproximadamente un 20-30 % de la magnitud de las perturbaciones no se comparte o diversifica en esos Estados.

En el caso de los países de la zona del euro, Sørensen y Yosha (1998) muestran que el canal crediticio ha constituido la única vía para amortiguar perturbaciones entre los países de la UE, si bien algunos trabajos más recientes<sup>3</sup> sugieren un incremento de la potencia de los canales de *risk-sharing* que discurren a través de los mercados de capital. A ello ha podido contribuir el hecho de que la integración financiera haya disminuido el sesgo nacional en la propiedad empresarial, tal y como se observa en el gráfico 1, donde se presenta el porcentaje de renta variable emitida por residentes en la UEM adquirido por los residentes nacionales, de otros países de la zona del euro y de terceros países.

Pero la potencia de este canal es todavía comparativamente muy reducida. En el cuadro adjunto se presentan diversas estimaciones que se han realizado para todos los países de la zona del euro, con los datos disponibles desde 1970 hasta 2012 (primera columna del cuadro), desde la creación de la UEM hasta 2012 (segunda columna) y hasta el año anterior al estallido de la crisis (tercera columna). Los resultados revelan, en primer lugar, que frente a otros Estados federales el porcentaje de riesgo que no se comparte o mutualiza (última línea del cuadro) es mucho más elevado en la UEM, y ello se debe tanto a la ausencia de transferencias fiscales como a la menor potencia del *risk sharing* a través de los mercados de capital en la zona del euro. La justificación de este último aspecto puede residir, por un lado, en el mayor sesgo nacional de las inversiones que todavía existe frente a otras uniones monetarias y, por otro, en la existencia de una distribución más asimétrica de la propiedad, ya que solo unos pocos países concentran la mayor parte de las inversiones transfronterizas (dentro de la misma zona del euro)<sup>4</sup>. En segundo lugar, el canal crediticio es el único amortiguador existente dentro de la UEM, lo que confirma la evidencia previa obtenida por Sørensen y Yosha (1998). Pero la potencia de este canal parece haber disminuido durante los años de la crisis. Como se aprecia en el gráfico 2 y en el cuadro adjunto, las regresiones estimadas apuntarían hacia un incremento de la cuantía del riesgo «no compartido» durante los años de crisis.

Diversos autores destacan cómo, en el caso de Estados Unidos, las crisis bancarias que registraron algunos Estados fueron abordadas y resueltas con mayor celeridad y menores pérdidas por una institución federal, la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) sin poner en riesgo la estabilidad del conjunto<sup>5</sup>. En cambio, en la UEM la ausencia de una unión bancaria con instituciones de gestión de crisis que cuenten con un respaldo fiscal suficiente la dejaron expuesta a procesos de pérdida de confianza que acabaron fragmentando los mercados financieros, de manera que estos disminuyeron su papel estabilizador de *shocks*.

En conclusión, la UEM carece de los canales de ajuste existentes en otras uniones de Estados federales y su principal canal, el crediticio, puede perder potencia en situaciones de pérdida de confianza, como la vivida durante la actual crisis. El desarrollo de una unión bancaria completa, con instrumentos de gestión de crisis que eviten la fragmentación de los mercados financieros y favorezcan avances en la integración de los mercados de capital, constituye un elemento esencial para la estabilidad del proyecto europeo. También, con carácter complementario, resultaría conveniente aumentar la potencia del canal fiscal ahora inexistente, diseñando, por ejemplo, un presupuesto europeo con fines estabilizadores.

1 P. Asdrubali, B. Sørensen y O. Yosha (1996), «Channels of interstate risk sharing: United States (1963-1990)», *The Quarterly Journal of Economics*, noviembre, pp. 1081-1111.

2 Para cuantificar el efecto estabilizador de estos canales se utiliza un análisis de regresión entre el PIB, el PNB (el PIB menos las rentas del trabajo y de la inversión netas procedentes del resto del mundo), la renta disponible para consumo antes y después de impuestos y el consumo total, añadiendo la depreciación de los activos de una economía para tener en cuenta la diferencia existente en las cuentas nacionales entre el producto interior bruto y el neto. Si bien este análisis no permite tener en cuenta el posible efecto estabilizador de los flujos migratorios (más allá de los efectos que puedan ocurrir mediante las remesas de emigrantes), en el caso concreto de la UEM este canal no ha sido relevante.

3 B. E. Sørensen y O. Yosha (1998), «International risk sharing and European monetary unification», *Journal of International Economics*, 45, pp. 211-238. D. Giannone y L. Reichlin (2006), *Trends and cycles in the euro area*, ECB Working Paper 595. Y. Demyanyk, C. Østergaard y B. E. Sørensen (2008), *Risk sharing and portfolio allocation in EMU*, European Economy Policy Paper 334. Para el análisis de los mecanismos de mutualización de riesgos entre las regiones españolas, puede verse E. Alberola y P. Asdrubali (1997), *How do countries smooth regional disturbances? Risksharing in Spain: 1973-1993*, Documentos de Trabajo, n.º 9724, Banco de España.

4 H. Zemanek (2010), *Asymmetric International risk sharing in the Euro Area*, Institute for Economic Policy, Germany.

5 D. Gross (2012), «Banking Union: If Ireland were Nevada», *VoxEU*, y M. Hoffmann y B. E. Sørensen (2012), «Don't expect too much from EZ fiscal union – and complete the unfinished integration of European capital markets!», *VoxEU*.

... en primer lugar, facilitando la consolidación fiscal en los países con mayores desequilibrios de sus cuentas públicas...

En el ámbito fiscal, los avances en la consolidación de las cuentas públicas están siendo notables en la mayoría de los países. Pero las dificultades para reconducir los niveles de deuda hacia registros más moderados, en un contexto de elevados costes de financiación de la deuda soberana y de crecimiento económico débil, son evidentes. En este sentido, se han planteado propuestas, como la originalmente realizada por el Consejo de Expertos Económicos alemanes para la creación de un fondo de amortización de deuda, que merecen ser analizadas en profundidad<sup>25</sup>. Esta propuesta concreta implica la creación de un fondo (*European Redemption Fund*) de duración y cuantía limitadas, que durante sus primeros años de funcionamiento iría asumiendo progresivamente los vencimientos de deuda de cada país que excedan del 60 % del PIB, refinanciándolos mediante emisiones con responsabilidad compartida (que tendrían tipos de interés notablemente inferiores a los que afrontan ahora la mayoría de los países). A cambio, se exigiría una condicionalidad estricta, que habría de materializarse en compromisos concretos de consolidación fiscal y de reforma estructural. En los años siguientes, el fondo iría amortizando progresivamente sus emisiones de deuda, mediante las aportaciones que previamente habría realizado cada país.

... la recapitalización directa de bancos europeos...

También habrán de abordarse los problemas que subsisten en el sistema bancario que dificultan la normalización de las condiciones financieras. La posibilidad de que el MEDE pueda recapitalizar directamente a las entidades bancarias con dificultades, haciendo de puente hacia el futuro mecanismo de gestión y resolución, contribuiría a recuperar la confianza en el sistema bancario, facilitando el proceso de vuelta a la financiación de mercado que han de afrontar los países que han recibido asistencia financiera.

... y, en definitiva, eliminando cualquier tipo de rémoras al crecimiento...

En cualquier caso, será necesario establecer políticas favorecedoras del crecimiento que permitan reabsorber los elevados niveles de desempleo acumulados durante la crisis. Las iniciativas como el Pacto por el Crecimiento que se han llevado a cabo hasta ahora han resultado claramente insuficientes. La corrección de los desajustes competitivos también se vería facilitada por medidas que reequilibraran la demanda agregada dentro de la UEM, con aumentos de la demanda interna mayores en aquellos países que disfrutaban de superávits de la balanza por cuenta corriente y una posición internacional externa más saneada, y mayores incrementos de la demanda externa en el resto.

... todo ello, en un contexto basado en la transparencia y en la rendición de cuentas

Los avances hacia una unión más completa deberán realizarse en unos momentos complicados para el proyecto europeo, en los que las encuestas revelan una desconfianza creciente de los ciudadanos. Por ello, será preciso que este proceso se vea acompañado de la transparencia y del establecimiento de mecanismos de rendición de cuentas al nivel apropiado que permitan recuperar la confianza de los ciudadanos en el euro.

25 *The European Redemption Pact: An illustrative guide*, German Council of Economic Experts, y Ch. M. Schmidt y B. Weigert (2013), *Weathering the crisis and beyond: Perspectives for the Euro Area*, CEPR Working Paper 9414.



#### 1 Introducción

En 2012, el proceso de recuperación de la economía mundial volvió a perder fuerza. El crecimiento de la actividad a nivel global fue del 3,2 %, el registro más bajo tras la crisis

En 2012, la economía mundial siguió sin alcanzar una senda de recuperación sostenida. De hecho, la actividad global se desaceleró hasta registrar la menor tasa de crecimiento desde 2009 (un 3,2 %, en el conjunto del año) y el comercio redujo su crecimiento de modo más acusado aún. Mostrando un notable paralelismo con los dos ejercicios precedentes, la economía mundial comenzó el año con perspectivas relativamente favorables, que se fueron ensombreciendo y derivaron en una progresiva desaceleración de la actividad, especialmente intensa en el verano. Hasta los primeros meses de 2013 no se han apreciado síntomas de reactivación. La inflación, por su parte, se moderó hasta el 3,9 % —un 2 % en las economías avanzadas—.

Las diferencias de comportamiento entre economías avanzadas y emergentes se mantuvieron en 2012. Las economías avanzadas, que crecieron un 1,2 %, presentan todavía brechas de producción amplias, y un buen número de ellas sigue sin recuperar el nivel de actividad previo a la crisis (véase gráfico 3.1). De hecho, algunas de ellas volvieron a caer en situaciones recesivas en 2012. Conviene notar, no obstante, que esta falta de firmeza es inherente a los procesos de recuperación que siguen a las crisis financieras profundas, caracterizados por la necesidad de ajuste y reequilibrio de los balances privados y públicos, en un contexto de elevado endeudamiento. Por su parte, las economías emergentes, que se expandieron un 5,1 %, también registraron una notable ralentización, influidas por la caída de su demanda externa, particularmente la procedente de Europa. Con todo, estas economías siguieron siendo la principal fuente de crecimiento de la economía mundial, con una contribución superior al 80 %, y representan ya un porcentaje del producto mundial superior al de las avanzadas.

El agravamiento de la crisis europea condicionó la evolución económica y financiera global...

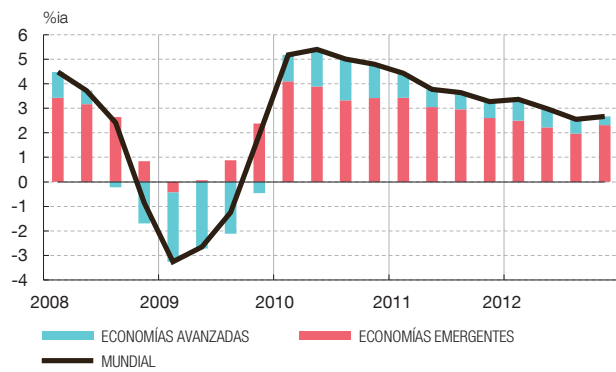
El desarrollo de la crisis europea fue, un año más, un factor dominante en la evolución internacional. La inestabilidad en el área del euro se intensificó a partir del mes de marzo, hasta alcanzar nuevos máximos hacia mediados de año. El impacto se hizo notar con particular intensidad en la actividad global a través del comercio y de la confianza. Además, surgieron otros elementos de riesgo, aunque con menor impacto, como la amenaza de un ajuste fiscal abrupto en Estados Unidos al cierre del año, o de una desaceleración brusca en alguna de las principales economías emergentes, en especial de China.

A partir del verano, las tensiones en el área del euro se suavizaron significativamente y los mercados financieros, que se habían contagiado de la elevada incertidumbre en la primera parte del año, reaccionaron positivamente al alivio de la tensión, afianzando el tono positivo posteriormente. Se produjo así una divergencia entre la evolución de la actividad, que continuó debilitándose en la segunda parte del año, y la mejora en los mercados financieros. La mitigación de los riesgos más extremos activó la búsqueda de rentabilidad y un mayor apetito por el riesgo, en un entorno de tipos de interés reducidos en todos los plazos y de abundante liquidez global.

... aunque el tono expansivo de las políticas monetarias alivió la tensión en los mercados, al tiempo que prosiguió la consolidación fiscal

Así, el comportamiento favorable de los mercados financieros se apoyó también en las acciones de los bancos centrales de las economías avanzadas, que, en ausencia de presiones inflacionistas relevantes, intensificaron sus medidas de apoyo a los mercados y de soporte a la recuperación económica. Las preocupaciones de años anteriores, relativas al diseño de las estrategias de salida, dieron paso, durante 2012, a otras centradas en cómo hacer más eficaz la acción expansiva de los bancos centrales mediante cambios en sus

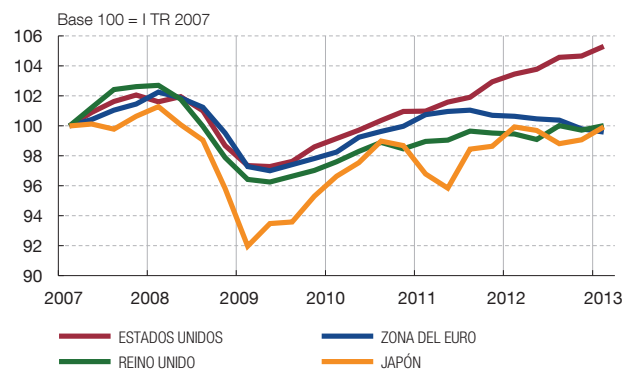
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



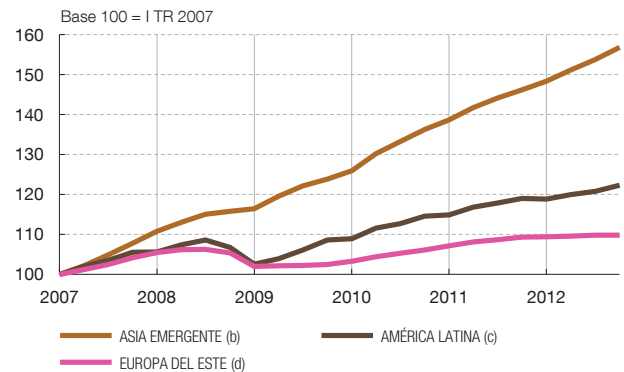
VOLATILIDAD BURSÁTIL Y PERCEPCIÓN DE RIESGO EN LA ZONA DEL EURO (SRM) (a)



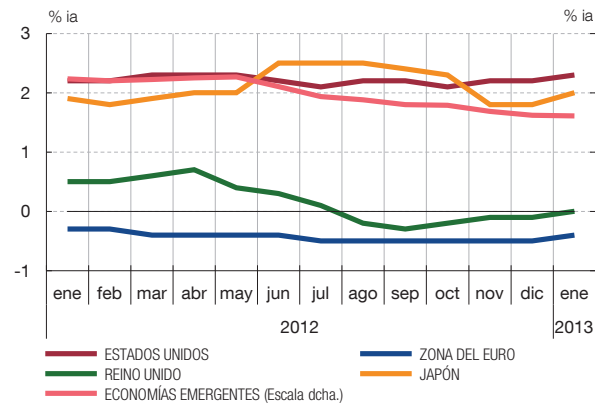
EVOLUCIÓN DEL PIB EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS



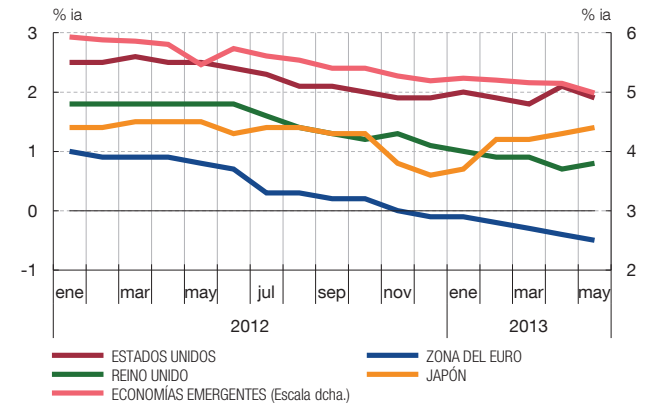
EVOLUCIÓN DEL PIB EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2012



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2013



FUENTES: Datastream, Banco Central Europeo, *Consensus Forecast* y cuentas nacionales.

- a *Systemic Risk Measure* (SRM): Índice de la probabilidad de una quiebra simultánea de dos o más grandes grupos bancarios.
- b Asia emergente: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- c América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile.
- d Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania y Letonia.

instrumentos —e incluso en sus objetivos— de política monetaria. La orientación fuertemente expansiva de las políticas monetarias en las economías avanzadas contrastó con el tono contractivo de las políticas fiscales, con la excepción de Japón, abriendo un debate importante sobre el ritmo de consolidación fiscal adecuado, dada la falta de firmeza en la recuperación y la necesidad de proseguir con el desapalancamiento del sector privado.

Las perspectivas para la economía mundial son de lenta recuperación, pautada por los avances en la corrección de desequilibrios en las economías avanzadas y la mejora en la situación financiera

No obstante, siguen existiendo numerosos factores que frenan el ritmo de recuperación global

## 2 Actividad

La actividad mostró un progresivo debilitamiento en 2012, que estuvo acompañado por una continuada revisión a la baja de las previsiones de crecimiento

La actividad evolucionó de modo desigual entre las economías avanzadas, y algunas volvieron a entrar en recesión, si bien en el inicio de 2013 se percibe una ligera recuperación

Las perspectivas para 2013 sugieren que la actividad repuntará ligeramente, como ya anticipan los primeros datos (véase gráfico 3.1), y la inflación seguirá contenida, aunque en algunas economías emergentes se observan ciertas presiones sobre los precios. En un horizonte más amplio, la situación de la economía global, un lustro después del inicio de la crisis, permite alimentar unas perspectivas más favorables, incluso teniendo en cuenta que el crecimiento seguirá siendo modesto en las economías avanzadas. De hecho, en Estados Unidos los procesos de ajuste y de saneamiento de los balances privados y del sector financiero han avanzado significativamente y se observa una reactivación en sectores clave de su economía. A su vez, las economías emergentes conservan un dinamismo elevado. Entre ambos aportan una masa crítica suficiente para contrarrestar la fragilidad de las economías europeas. Un factor de apoyo adicional es la mejora de fondo en la situación financiera global, al afianzarse los síntomas de reactivación en diversos segmentos de mercado, en un contexto de disminución tendencial de la volatilidad.

A pesar de estos elementos positivos, sigue habiendo factores que frenan el ritmo de recuperación global. En algunas economías avanzadas importantes la corrección de los balances del sector privado no ha progresado tanto como en Estados Unidos. Además, el endeudamiento del sector público sigue aumentando, lo que apunta a que las políticas fiscales mantendrán un sesgo contractivo que limitará la fortaleza de la demanda interna. La actividad financiera sigue apoyada en buena medida en un estímulo monetario extraordinario, generando distorsiones y riesgos que podrían aflorar en el medio plazo o a la hora de revertir las políticas de apoyo. Por otra parte, es difícil que las economías avanzadas puedan recuperar las elevadas tasas de crecimiento previas a la crisis, que se alcanzaron a cambio de generar importantes desequilibrios y propiciaron una percepción posiblemente exagerada de su capacidad de crecimiento (véase recuadro 3.1).

Los riesgos en torno al escenario central se han atenuado, en particular los de carácter extremo, pero no han desaparecido. La crisis del área del euro continúa apareciendo como el principal riesgo a nivel global, pero otros elementos son también relevantes, como la incertidumbre fiscal en Estados Unidos. Además, no cabe olvidar que en varias ocasiones la gestión poco acertada de las políticas —tanto a nivel doméstico como regional y global— ha contribuido a la génesis y el desarrollo de tales riesgos; esto subraya la importancia de una respuesta adecuada de las políticas como elemento indispensable para avanzar hacia la salida de la crisis.

A lo largo de 2012, la actividad económica global registró un progresivo debilitamiento y una paulatina revisión a la baja de las expectativas de crecimiento, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. Así, la economía mundial cerró el año con un crecimiento interanual del 2,7% en el último trimestre (frente al 3,2% con el que terminó 2011), que situó la tasa de crecimiento anual también en el 3,2%. Se mantuvo el comportamiento divergente entre economías desarrolladas y emergentes, si bien estas también se desaceleraron notablemente, afectadas por la menor demanda de las avanzadas, sobre todo de las europeas, y, en algunos casos, por la moderación de la inversión, tras un crecimiento muy intenso en el proceso de recuperación tras la crisis.

En las economías avanzadas el PIB aumentó un 1,2% en el conjunto del año, por debajo del 1,6% de 2011, aunque con divergencias entre países. Así, el crecimiento se elevó en Estados Unidos hasta alcanzar el 2,2%, mientras que el área del euro y el Reino Unido volvieron a entrar en recesión y cerraron el ejercicio con crecimientos anuales del -0,5% y del 0,3%, respectivamente. Por su parte, Japón mostró un crecimiento del 2% en promedio anual, por el rebote tras el terremoto de 2011, pero registró tasas intertrimestrales negativas en los trimestres centrales del año. Por componentes, la contribución de la

La crisis financiera global del año 2008 vino precedida por un período prolongado de crecimiento elevado, acompañado de una inflación reducida. Ambos elementos fueron ampliamente interpretados como síntomas de que el crecimiento observado estaba basado en sólidos fundamentos económicos. Sin embargo, en ese período, los indicadores de desequilibrios externos e internos, como los déficits por cuenta corriente o las necesidades de financiación del sector privado, experimentaron fuertes aumentos en numerosos países, bastante por encima de sus valores medios históricos. Si bien desde distintos ámbitos se alertó sobre los riesgos asociados a tales desequilibrios<sup>1</sup>, la percepción dominante era que los ritmos altos de crecimiento se prolongarían en el tiempo, lo cual que se reflejó en el progresivo aumento de la tasa de crecimiento potencial estimada.

En principio, el crecimiento potencial se identifica con la tasa de crecimiento que una economía es capaz de sostener con unos factores de producción dados. Habitualmente, el crecimiento potencial —y la correspondiente brecha del producto— se estima como el crecimiento de la producción compatible con una inflación estable, en consonancia con la noción de la curva de Phillips y con el concepto de tasa de paro que no acelera la inflación (NAIRU, en su acrónimo en inglés). Por tanto, en la estimación habitual de crecimiento potencial, el único desequilibrio que se considera es el relacionado con el desempleo, que se materializa en presiones inflacionistas. Sin embargo, por diversas razones —entre ellas, la credibilidad ganada por los bancos centrales en su capacidad para mantener la estabilidad de precios y la globalización de la actividad económica mundial—, la inflación ha pasado a mostrar en los últimos años una relación menos estrecha que en el pasado con las fluctuaciones de la actividad en las economías desarrolladas, como se observa en el gráfico 1. Además, la inflación parece haberse desvinculado de otros indicadores de desequilibrio externo —como un déficit por cuenta corriente muy elevado— e interno —crecimiento acelerado del crédito o del precio de los activos—, de forma que la inflación ha dejado de ser un indicador suficiente para sintetizar otros desequilibrios de la economía.

Las limitaciones de la metodología del producto potencial para aproximar adecuadamente el crecimiento que una economía es capaz de sostener se ilustran con algunos hechos estilizados.

1 Así, el FMI y el Banco Internacional de Pagos subrayaron repetidamente que los desequilibrios financieros y globales constituían un riesgo a la continuidad del crecimiento mundial, y una amplia literatura, centrada en las economías emergentes, demostró que la acumulación de desequilibrios solía desembocar en crisis. En clave interna, otros trabajos mostraron la incompatibilidad entre los desequilibrios que acumulaba la economía española y las perspectivas de crecimiento de largo plazo. Véanse Campa y Gavilán (2006), *Current accounts in the Euro area: an intertemporal approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0638, Banco de España, y Estrada, Jimeno y Malo de Molina (2009), *La economía española en la UEM: los diez primeros años*, Documentos Ocasionales, n.º 0901, Banco de España.

En primer lugar, las estimaciones de crecimiento potencial hechas en tiempo real muestran una relación significativa con diferentes medidas de desequilibrio externo (como el saldo de la cuenta corriente) o interno (por ejemplo, con la inversión residencial o la necesidad de financiación del sector privado), sobre todo en la última década, estando sujetas a importantes revisiones *a posteriori*. En segundo lugar, las estimaciones de crecimiento potencial tienden a aumentar cuando los desequilibrios se generan y a disminuir cuando se corrigen. El gráfico 2 muestra la evolución de los saldos por cuenta corriente y el crecimiento potencial estimado, mientras que el gráfico 3 presenta la correlación entre ambos y la de otros desequilibrios con el crecimiento potencial estimado, correlación que es significativa en todos los casos, en los años previos a la crisis.

Estas consideraciones apuntan a la conveniencia de desarrollar indicadores de crecimiento que incorporen en su estimación los desequilibrios acumulados relevantes. En esta línea, se ha calculado un concepto alternativo de crecimiento ajustado de desequilibrios que, de modo análogo al crecimiento potencial habitual, se define como la tasa de crecimiento del PIB que no incrementa o genera desequilibrios macroeconómicos, identificados en este caso mediante un conjunto amplio de indicadores y no solo la inflación. Los desequilibrios macroeconómicos considerados incluyen el saldo de la cuenta corriente, el tipo de cambio efectivo real y la posición de inversión internacional como desequilibrios externos, y el ahorro e inversión de los sectores público y privado, los saldos de los sectores público y privado, la inversión residencial y el peso del sector no comercializable como desequilibrios internos<sup>2</sup>.

El ejercicio se realiza para algunos países que tenían elevadas necesidades de financiación externa y del sector privado previamente a la crisis (Estados Unidos, Reino Unido y España) y para otros en situación opuesta (Alemania y China), entre 1970 y 2011. Los resultados de este enfoque confirman, por un lado, la relevancia de los saldos externos y de los sectores institucionales como indicadores de desequilibrio, y, por otro lado, la mayor estabilidad de las estimaciones de crecimiento ajustado de desequilibrios respecto a las de crecimiento potencial. Los indicadores de desequilibrio más relevantes resultan ser el saldo de la cuenta corriente y las necesidades de financiación del sector privado, y, en algún caso, las del sector público. Las estimaciones de crecimiento ajustado no están correlacionadas con los indicadores de desequilibrio, por lo que cabe esperar que estén sujetas a menores revisiones *a posteriori* que las del crecimiento potencial. No obstante, este enfoque tampoco está exento de limitaciones, por lo que los resultados deben ser interpretados con cautela.

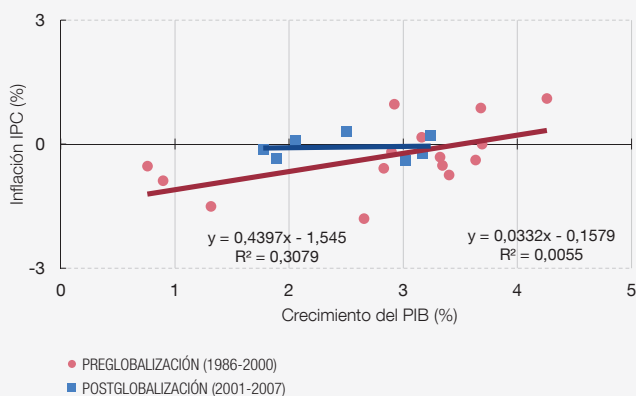
2 Véase, para más detalles, Alberola, Estrada y Santabábara (2013), *Growth Beyond Imbalances. Sustainable Growth Rates and Output Gap Reassessment*, Banco de España, mimeo.



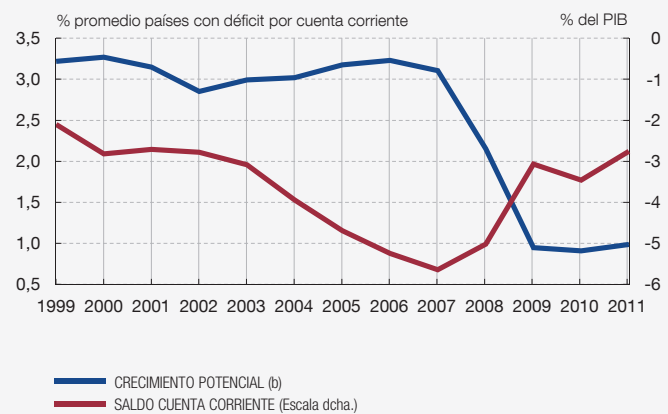
Entre los resultados por grupos de países, se observa que las estimaciones de crecimiento ajustado de desequilibrios para los países que registraron necesidades de financiación son inferiores a las del crecimiento potencial estimado antes de la crisis, de forma que las brechas de producción positivas estimadas para ese período son sustancialmente más elevadas, como se observa en el gráfico 4. Recíprocamente, el crecimiento ajustado de desequilibrios se reduce en menor medida que el potencial una vez se produce el ajuste de los desequilibrios externos, como ha sucedido en la mayoría de estos países a raíz de la crisis.

En resumen, la crisis —sus precedentes, génesis y desarrollo— ha revelado las limitaciones de la metodología del crecimiento potencial para valorar la capacidad de crecer de un modo sostenido y la conveniencia de incorporar una batería más amplia de desequilibrios en el análisis y la valoración de la situación cíclica de la economía, entendida en un sentido más amplio que el ciclo de negocios. El desarrollo de indicadores alternativos es una herramienta útil para mejorar el diseño de las políticas económicas, tanto en el ámbito más tradicional, de estabilización cíclica —políticas monetarias y fiscales—, como en el de otras más amplias, como políticas de carácter macroprudencial o estructurales.

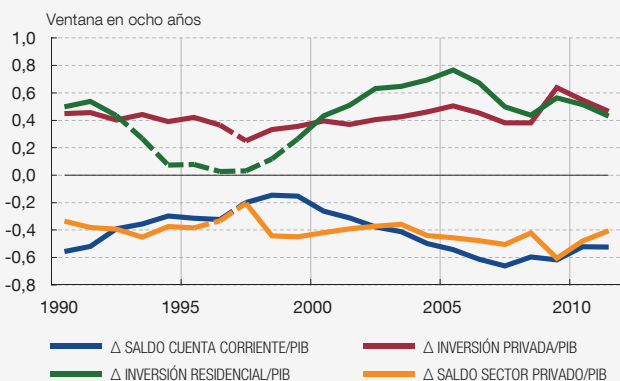
1 CRECIMIENTO DEL PIB E INFLACIÓN EN ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



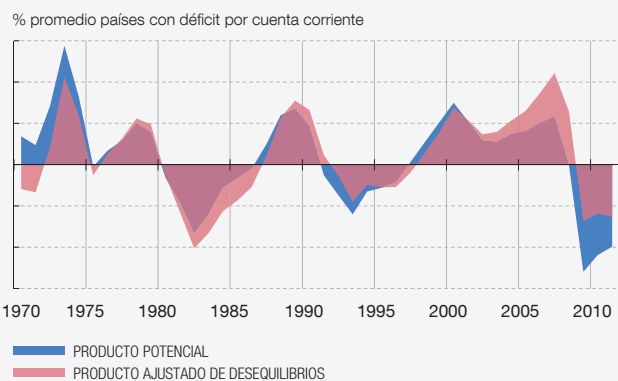
2 CRECIMIENTO POTENCIAL Y SALDO POR CUENTA CORRIENTE



3 CORRELACIÓN RECURSIVA ENTRE EL CRECIMIENTO POTENCIAL Y DESEQUILIBRIOS (c)



4 BRECHA DE PRODUCTO BASADA EN EL CRECIMIENTO AJUSTADO POR DESEQUILIBRIOS Y EN EL POTENCIAL



FUENTES: AMECO, Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional y US Congressional Budget Office.

- a Promedio de las economías avanzadas.
- b Crecimiento potencial estimado en el año de referencia.
- c La línea discontinua indica que las correlaciones no son significativas en un intervalo de confianza del 95 %. Países considerados: Estados Unidos, Reino Unido, España y Alemania.

demanda externa en el conjunto del año fue negativa en el Reino Unido y en Japón, y casi nula en Estados Unidos (véase gráfico 3.2), mientras que la contribución de la demanda interna fue el principal motor del crecimiento en Estados Unidos y el Reino Unido, a pesar del ajuste fiscal, destacando la aportación del consumo privado. Este patrón de crecimiento contrastó con el del área del euro, donde solo las exportaciones netas contribuyeron de forma positiva. Los primeros datos de 2013 muestran un repunte en el crecimiento en el entorno exterior del área del euro, manteniéndose las diferencias entre países y regiones.

También se aprecian divergencias en el ritmo de corrección de los desequilibrios internos, donde destacó el mayor progreso alcanzado en Estados Unidos

Las divergencias entre las economías desarrolladas también se perciben en los procesos de corrección de sus desequilibrios internos, que avanzaron más rápidamente en Estados Unidos que en el Reino Unido o, especialmente, en el área del euro. En el ámbito de los mercados laborales, continuó la mejoría gradual en Estados Unidos, donde el ritmo de creación neta de empleo en 2012 se incrementó levemente, acercándose al 2 %, y la tasa de paro se redujo desde el 8,5 %, a finales de 2011, hasta el 7,8 %, a finales de 2012, situándose en el 7,5 % en abril de 2013. Tanto en el Reino Unido como en Japón, el comportamiento del mercado laboral contrastó con su situación recesiva, pues las tasas de paro se mantuvieron estables en torno al 8 % y al 4,5 %, respectivamente; además, en el Reino Unido se observó una creación neta de empleo (véase gráfico 3.3).

En cuanto al desapalancamiento del sector privado, las principales economías avanzadas siguieron progresando en la corrección de las ratios de deuda sobre el PIB de hogares y sociedades, si bien desde niveles muy elevados y, en algunos casos, a un ritmo más moderado que en años anteriores. Además, el desapalancamiento privado está siendo contrarrestado por un incremento del apalancamiento del sector público (véase gráfico 3.9). En Estados Unidos, el ajuste fue más intenso en el caso de los hogares, que partían de un mayor endeudamiento inicial, con una reducción de 3 pp del PIB en el año (del 84 % al 81 %) y de 17 pp desde el máximo de 2009 (97,5 %) (véase gráfico 3.3). En el Reino Unido, el ritmo de desapalancamiento está siendo similar en hogares y sociedades, con una disminución acumulada de algo más de 10 pp en cada uno de ellos, aunque en 2012 la reducción conjunta fue de apenas un punto porcentual. Por otra parte, los canales de desapalancamiento divergen entre países, siendo más importantes el crecimiento económico y los saneamientos de deuda entre los hogares de Estados Unidos, mientras que en el Reino Unido ha dominado el efecto de la inflación.

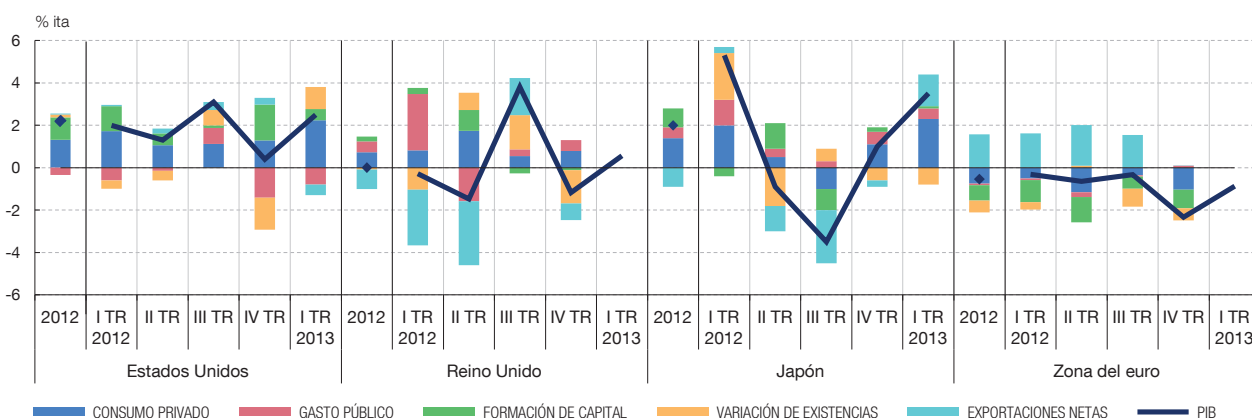
Además, hay que destacar los avances registrados en el ajuste del mercado de la vivienda de Estados Unidos, que fue consolidando su recuperación a lo largo de 2012, con una mejora de la demanda, favorecida por los reducidos tipos de interés hipotecarios, y con una reducción del número de viviendas pendientes de venta. Esta evolución se tradujo en aumentos de los precios desde los primeros meses del año (véase gráfico 3.3). Con todo, los niveles de actividad del sector permanecen aún lejos de los alcanzados en la cima del *boom* inmobiliario.

Las economías emergentes también se desaceleraron, pero mantuvieron un crecimiento elevado, basado en la fortaleza de las demandas internas

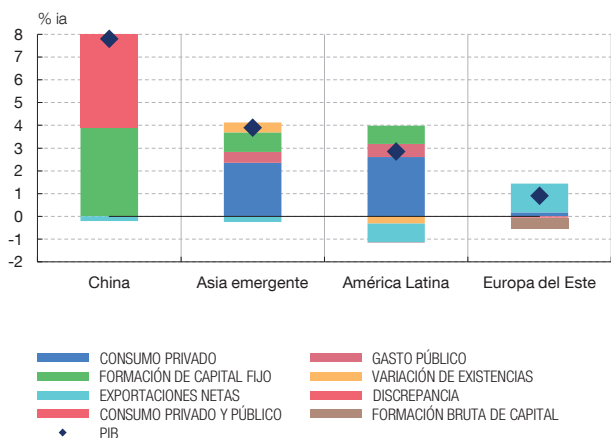
El crecimiento del PIB en las economías emergentes se redujo hasta el 5,1 % en 2012, tras el 6,4 % de 2011. La desaceleración fue generalizada, impulsada principalmente por la debilidad de la demanda externa, y, en particular, por la originada en el área del euro (véase gráfico 3.2). No obstante, se siguieron apreciando notables diferencias en los ritmos de crecimiento por regiones: Asia emergente, pese a todo, se expandió un 6 %, mientras que América Latina creció un 2,9 % y Europa del Este un 0,9 %, frente a tasas del 7,6 %, 4,5 % y 3,3 % en el año anterior, respectivamente<sup>1</sup>. Solo en Oriente Medio y Norte de África se produjo un repunte del crecimiento, debido a cierta normalización tras la primavera árabe.

<sup>1</sup> Las cifras para los agregados regionales de economías emergentes no coinciden exactamente con las publicados por el FMI en el *World Economic Outlook*, porque comprenden un menor número de países. Los países incluidos en estos agregados regionales se detallan en el cuadro 3.1.

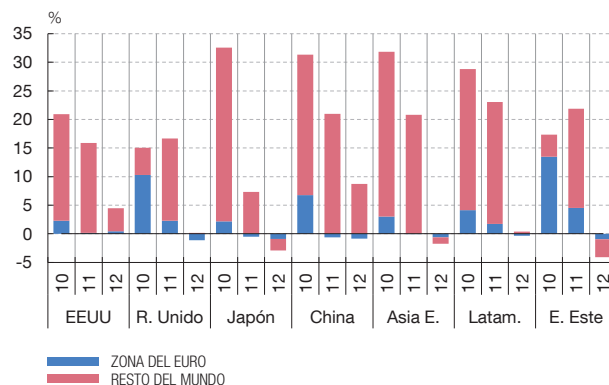
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES. ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES EN 2012. ECONOMÍAS EMERGENTES (b)



APORTACIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES (b) (c)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream, estadísticas nacionales, Eurostat y CEIC China Premium Database.

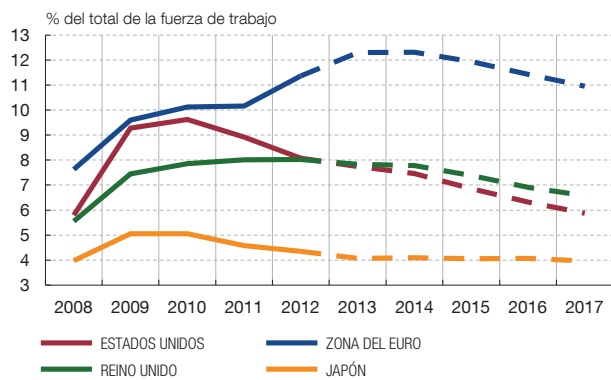
- a Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB.
- b Asia emergente: India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong, Singapur y Taiwán. América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania y Letonia.
- c Asia E. denota Asia emergente; Latam., América Latina, y E. Este, Europa del Este. Véase nota b para una descomposición por países.

En la mayoría de los países, el crecimiento estuvo sustentado en la fortaleza de la demanda interna, en un contexto de pujanza de los mercados laborales, aunque también el gasto interno se debilitó, lastrado en algunos casos por la inversión —en particular, en Sudamérica—, o por las medidas de política monetaria adoptadas para frenar la generación de desequilibrios, como en Turquía.

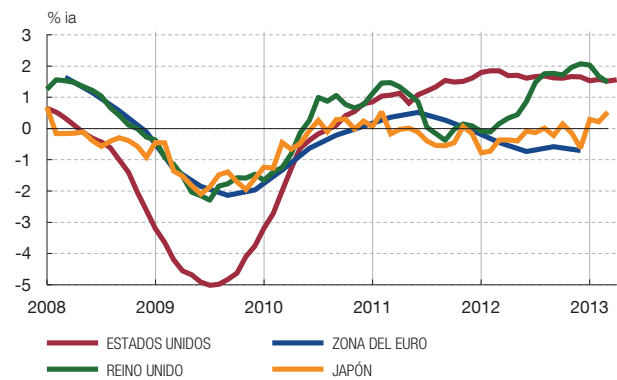
La inflación se moderó, de manera generalizada, en el conjunto de 2012, a pesar del repunte del precio de las materias primas en el período central del año

En las economías avanzadas, la inflación se moderó en 2012, situándose en el promedio del año en el 2%, tras el 2,7% de 2011, en un entorno de brechas de producción negativas (véase gráfico 3.4). No obstante, esta moderación enmascara un ligero repunte en los meses centrales del año, como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas, que experimentaron alzas temporales ligadas a factores específicos de cada mercado, como las tensiones geopolíticas en Irán, en el caso del petróleo, o las condiciones meteorológicas adversas del verano, en el de los alimentos. Por su parte, la inflación subyacente siguió, en general, una senda descendente, que contribuyó a que las expectativas de inflación se mantuvieran ancladas. De manera análoga, en las economías emergentes la inflación se redujo a lo largo del año, desde el 7,2% registrado en 2011 hasta el 5,9%,

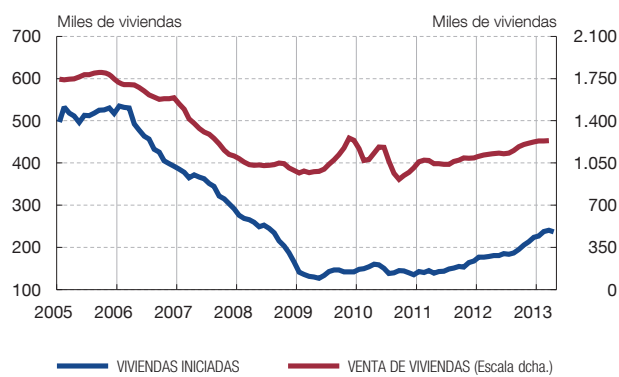
TASA DE PARO (a)



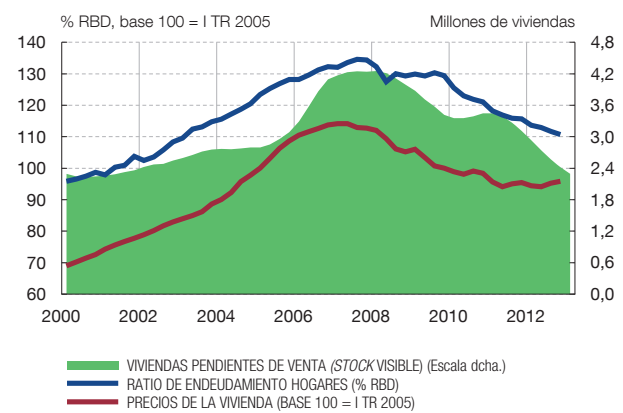
CREACIÓN DE EMPLEO



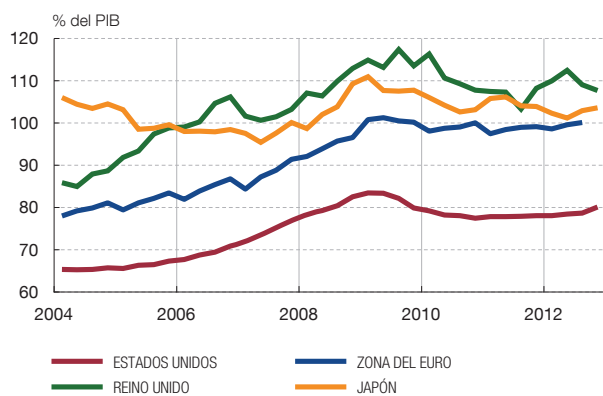
VIVIENDAS INICIADAS Y VENTA DE VIVIENDAS EN ESTADOS UNIDOS (b)



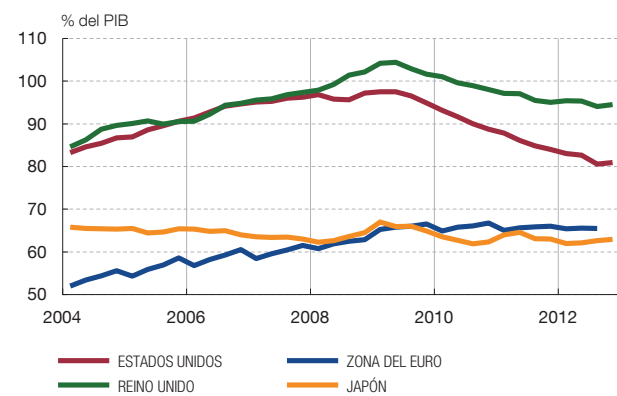
AJUSTE DEL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESTADOS UNIDOS (c)



ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (c)



ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES (c)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Bureau of the Census, National Association of Realtors, Eurostat, Banco de Japón, Reserva Federal y Datastream.

- a Previsiones del Fondo Monetario Internacional.
- b Cifras expresadas en media móvil de tres meses.
- c Cifras expresadas en media móvil de cuatro trimestres.

si bien lo hizo de modo más acusado en Asia que en Europa del Este o en América Latina, donde países como Argentina o Venezuela registraron inflaciones de dos dígitos. La evolución favorable de los precios de los alimentos, la menor presión de las brechas de producción y, en algunos países, la apreciación del tipo de cambio contribuyeron a explicar el recorte en la inflación. No obstante, en algunos países, como Brasil o Turquía, se percibe una resistencia a la baja de la inflación.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

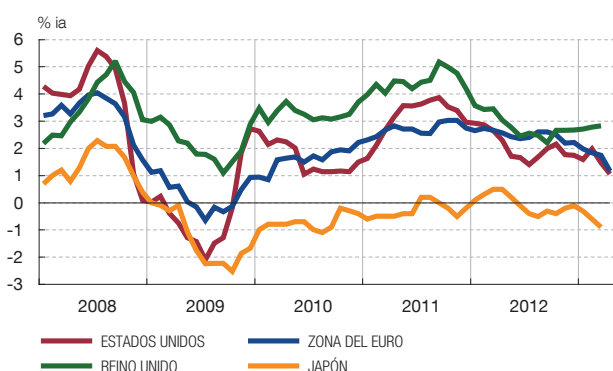
CUADRO 3.1

	2010	2011	2012	2012			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>ESTADOS UNIDOS</b>							
PIB (% ia)	2,4	1,8	2,2	2,4	2,1	2,6	1,7
IPC (% ia) (a)	1,6	3,2	2,1	2,8	1,9	1,7	1,9
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-3,0	-3,1	-3,0	-3,5	-3,0	-2,8	-2,8
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-9,6	-8,9	-7,8	-7,7	-7,9	-7,8	-7,8
Deuda pública neta (% del PIB)	64,8	69,3	73,8				
<b>JAPÓN</b>							
PIB (% ia)	4,7	-0,6	2,0	3,4	4,0	0,3	0,5
IPC (% ia) (a)	-0,7	-0,3	0,0	0,3	0,2	-0,4	-0,2
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	3,7	2,0	1,1	1,6	1,5	1,3	1,1
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-7,5	-7,9	-7,8	-2,2	-2,2	-2,1	-1,9
Deuda pública neta (% del PIB)	113,9	127,3	130,0				
<b>ZONA DEL EURO</b>							
PIB (% ia)	1,9	1,5	-0,5	-0,1	-0,5	-0,7	-0,9
IAPC (% ia) (a)	1,6	2,7	2,5	2,7	2,5	2,5	2,3
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	0,0	0,2	1,2	-0,1	0,8	1,7	2,5
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,2	-4,1	-3,7				
Deuda pública neta (% del PIB)	65,5	67,8	71,9				
<b>REINO UNIDO</b>							
PIB (% ia)	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,4	0,2
IPC (% ia) (a)	3,3	4,5	2,8	3,5	2,7	2,4	2,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-2,5	-1,3	-3,7	-3,1	-4,4	-3,9	-3,6
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-10,1	-7,9	-6,4	-8,0	-6,0	-6,2	-6,4
Deuda pública neta (% del PIB)	65,7	71,3	75,6				
<b>CHINA</b>							
PIB (% ia)	10,5	9,3	7,8	8,1	7,6	7,4	7,9
IPC (% ia) (a)	3,3	5,4	2,7	3,8	2,9	1,9	2,1
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	4,0	2,8	2,4	2,1	2,2	2,5	2,3
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,5	-1,8	-1,5	5,4	3,4	-2,7	-8,7
<b>ASIA (excluido China) (b) (c)</b>							
PIB (% ia)	8,1	5,7	4,6	4,4	4,7	4,4	4,0
IPC (% ia) (a)	6,3	6,8	5,2	5,4	5,3	5,2	5,0
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	1,0	0,4	-1,2	-0,5	-0,8	-1,0	-1,5
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-4,0	-3,6	-3,9				
<b>AMÉRICA LATINA (b) (d)</b>							
PIB (% ia)	6,3	4,5	2,9	3,5	2,8	2,5	2,8
IPC (% ia) (a)	6,3	6,8	6,2	6,6	6,1	6,1	6,1
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,9	-1,0	-1,5	-1,0	-1,1	-1,2	-1,5
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,2	-2,1	-2,7	-2,2	-2,8	-3,0	-3,1
<b>EUROPA DEL ESTE (b) (e)</b>							
PIB (% ia)	2,0	3,3	0,9	1,8	1,1	0,3	0,2
IPC (% ia) (a)	3,1	3,9	3,7	3,9	3,6	4,0	3,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-3,3	-4,0	-3,6	-4,3	-3,6	-3,4	-2,9
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,5	-3,6	-3,3				
<b>PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB</b>							
Mundial (% ia)	5,2	4,0	3,2	3,3	3,1	2,7	2,7
Países desarrollados (% ia)	3,0	1,6	1,2	1,7	1,5	1,1	0,8
Países emergentes (% ia)	7,6	6,4	5,1	5,4	5,1	4,7	5,2
<b>PRO MEMORIA: INFLACIÓN</b>							
Mundial (% ia) (a)	3,7	4,9	3,9	3,8	3,4	3,2	3,2
Países desarrollados (% ia) (a)	1,5	2,7	2,0	2,4	1,9	1,8	1,8
Países emergentes (% ia) (a)	6,0	7,2	5,9	5,6	5,3	4,9	4,9

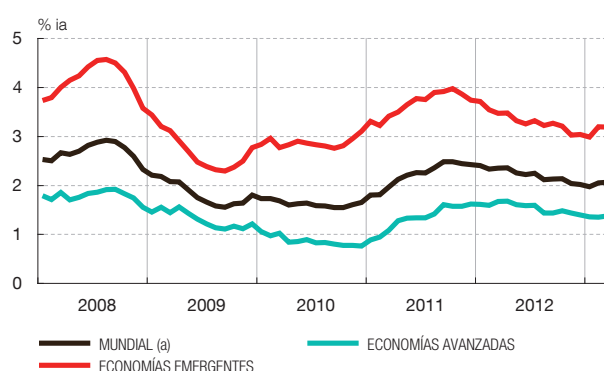
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco de España, CEIC China Premium Database, Datastream, Eurostat y estadísticas nacionales.

- a IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.
- b El agregado de las distintas áreas regionales se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial en el año previo, en paridad de poder de compra, según información del Fondo Monetario Internacional.
- c India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- d Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile.
- e Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania y Letonia.

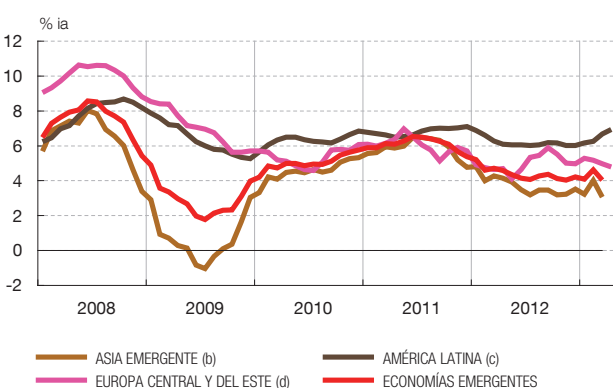
PRECIOS DE CONSUMO. ÍNDICE GENERAL EN ECONOMÍAS AVANZADAS



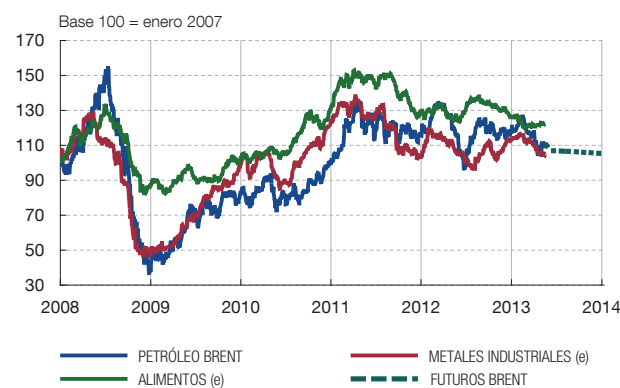
PRECIOS DE CONSUMO. ÍNDICE SUBYACENTE



PRECIOS DE CONSUMO. ÍNDICE GENERAL EN ECONOMÍAS EMERGENTES



PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS. ÍNDICES



FUENTE: Datastream.

- a Agregado calculado a partir de datos de 45 países que representan el 83 % del PIB mundial.
- b China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- c Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile.
- d Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania, Letonia, Rusia, Ucrania, Turquía y Croacia.
- e Índices Commodity Research Bureau (CRB).

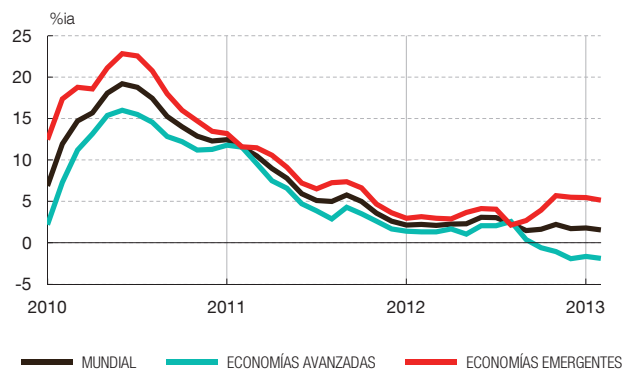
El comercio mundial experimentó una pronunciada desaceleración, mucho más intensa que la observada en la actividad global

El comercio mundial registró una desaceleración importante en 2012, pasando de crecer un 6 % en 2011 a un 2,5 % (véase gráfico 3.5), en gran parte como resultado de la debilidad de las importaciones de las economías avanzadas, y, en especial, de la zona del euro. El comercio se ha debilitado en mayor medida que la actividad económica, lo que podría deberse al menor dinamismo de los componentes de la demanda que tienen mayor contenido importador, como la inversión en bienes de equipo y el consumo de bienes duraderos. En todo caso, la situación de reducida sensibilidad de las importaciones a la actividad —que se ilustra en el panel superior derecho del gráfico 3.5— podría prolongarse, dadas las perspectivas de crecimiento para las economías avanzadas y una estrategia de las empresas multinacionales menos orientada a la deslocalización de la producción.

En el año, los desequilibrios globales se mantuvieron estables, consolidando la reducción observada tras la crisis, aunque fue el componente cíclico el que evitó que se ampliaran

Tras la importante corrección materializada en 2009, la magnitud de los desequilibrios globales —aproximada por la suma de valores absolutos de los saldos por cuenta corriente— se ha mantenido estable y próxima a la observada en torno al año 2000, antes de la última fase expansiva de la actividad económica mundial, que generó la notable ampliación de los desequilibrios (véase gráfico 3.5). En 2012 se ha producido un leve ajuste, que, a diferencia de lo observado en 2009-2010, puede considerarse de carácter cíclico, de forma que los saldos por

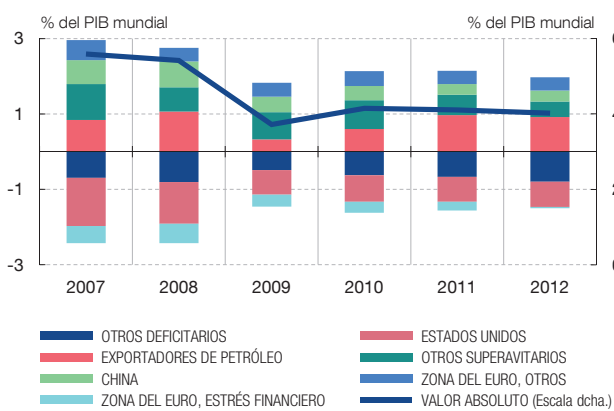
VOLUMEN DE COMERCIO. EXPORTACIONES (a) (b)



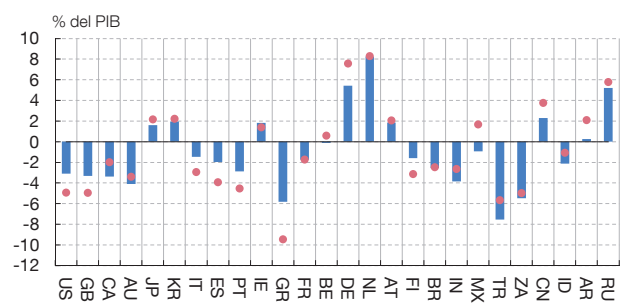
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



DESEQUILIBRIOS GLOBALES. SALDO POR CUENTA CORRIENTE



SALDO POR CUENTA CORRIENTE EN 2012



FUENTES: Banco de España, Datastream, Eurostat, Fondo Monetario Internacional y CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

- a Se consideran los agregados de la CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- b Cifras expresadas en media móvil de tres meses.

cuenta corriente estructurales (es decir, una vez ajustados por el ciclo económico) no se habrían corregido. En la mayoría de los países, los saldos estructurales son superiores —en valor absoluto— a los observados, por lo que existe un riesgo de que se amplíen los desequilibrios cuando la situación económica mejore. Por grupos de países, los que más contribuyeron a la reducción de los desequilibrios globales en 2012 fueron los países emergentes con superávit (en concreto, China, donde el superávit comercial se redujo sustancialmente), los países del área del euro sometidos a tensiones financieras y Japón, que pasó a tener una balanza comercial deficitaria. Otros países —emergentes con déficit, exportadores de petróleo y varios del área del euro con superávit— contribuyeron a la ampliación de los desequilibrios.

### 3 Mercados y situación financiera

En 2012 los mercados financieros internacionales experimentaron, en conjunto, un comportamiento positivo, pese a la desaceleración de la actividad y la inestabilidad del primer semestre

Los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento diferenciado a lo largo de 2012. Tras un inicio favorable, la primera mitad del año se saldó con un balance negativo, marcado por el paulatino deterioro de la actividad económica global y las crecientes tensiones en el área del euro. Este comportamiento se reflejó tanto en la evolución bursátil como en la de los diferenciales de la deuda. Así, durante el segundo trimestre se deshicieron las ganancias observadas al principio del año, al tiempo que se produjo un retroceso en las emisiones de bonos, particularmente agudo para las empresas de alto riesgo, que fueron muy sensibles a la mejoría y posterior empeoramiento de la situación financiera. A partir de julio, sin embargo —y principalmente a partir del compromiso explícito

del BCE con la sostenibilidad del euro (véase capítulo 1)—, se produjo un cambio de tendencia, del que se han beneficiado tanto los mercados desarrollados como los emergentes. A este comportamiento también contribuyó la ampliación de las medidas expansivas de política monetaria, que contrarrestaron con creces el efecto de las nuevas revisiones a la baja en las perspectivas de crecimiento.

En el conjunto del año, la evolución de los mercados puede calificarse de relativamente positiva, comportamiento que se ha prolongado en 2013. En las principales plazas bursátiles se produjeron ganancias superiores al 6 % a lo largo de 2012, aunque con importantes diferencias por países, pues el índice Nikkei aumentó un 23 %; en el caso de Estados Unidos, a principios de 2013 se superaron los niveles anteriores a la crisis (véase gráfico 3.6). Al mismo tiempo, durante todo el año se observó una reducción de la volatilidad, medida por el VIX, incluso en los períodos en que se acentuaron las tensiones en el área del euro (véase gráfico 3.1). Ello fue resultado, en parte, de la retracción de los inversores internacionales, que redujeron su exposición a las vicisitudes del área del euro; del hecho de que el foco de tensiones no se encontraba en Estados Unidos (y el VIX mide la volatilidad de la Bolsa de Nueva York), y de la atenuación del riesgo de redenominación en el área del euro y la resolución, aunque temporal, del denominado «precipicio fiscal» en Estados Unidos, en la segunda mitad del año.

La mayoría de los mercados atravesaron las dos fases mencionadas anteriormente. En el caso de los mercados de divisas, cabe destacar, además, las presiones sobre el euro en los meses centrales del año, y la intensa depreciación del yen a partir del último trimestre de 2012, como consecuencia del cambio en la orientación de las políticas económicas adoptado por el nuevo Gobierno japonés. Por su parte, en los mercados emergentes, destacó la notable corrección de algunas divisas (las de Brasil, India o Sudáfrica), tras años de fuerte apreciación y a pesar de la nueva fase de expansión monetaria en las economías avanzadas; otras monedas, como el peso mexicano, el chileno, el colombiano o el sol peruano, experimentaron renovadas presiones hacia la apreciación.

La mejoría de los mercados se apoyó, en parte, en el giro expansivo de las políticas monetarias

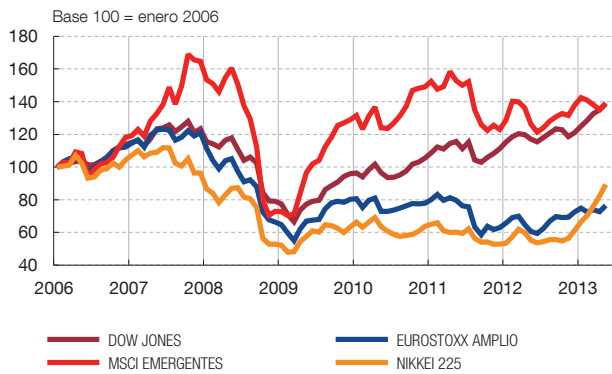
La mejora de los mercados encontró un apoyo fundamental en la profundización de las políticas monetarias no convencionales de las principales economías avanzadas (véase epígrafe siguiente). En este contexto, los tipos a largo plazo de aquellos bonos soberanos considerados activos seguros se mantuvieron en mínimos y el sector financiero continuó avanzando en su saneamiento. En el caso de las entidades financieras estadounidenses, estos avances y los cambios en el modelo de negocio, derivado de la adaptación al nuevo entorno regulatorio, permitieron reducir los niveles de apalancamiento y una recuperación de las ratios de resultados (véase gráfico 3.7).

El aumento del apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidad favorecieron el buen comportamiento en las emisiones corporativas no financieras

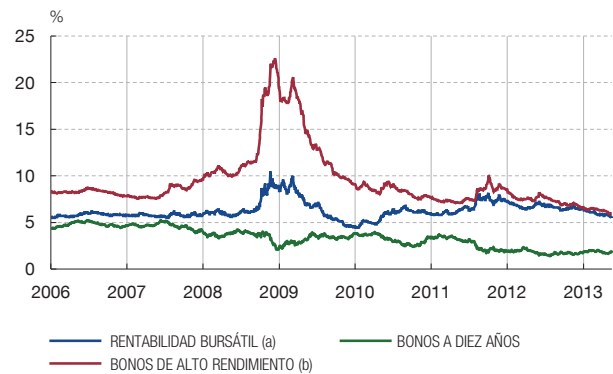
El buen comportamiento a partir del segundo semestre de 2012 también se observó en los volúmenes de las emisiones corporativas no financieras, que alcanzaron un máximo histórico tanto en las economías avanzadas como en las emergentes (véase gráfico 3.7). Esta bonanza responde, en parte, al aumento del apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidad, en un entorno de bajos tipos de interés a largo plazo, observándose signos de actividad en segmentos que no habían registrado emisiones desde 2008. La pujanza de la financiación en los mercados de capitales, que se extendió al segmento de alto riesgo, contrasta con la financiación bancaria, que perdió protagonismo, aunque también se ha reactivado en algunos segmentos y países. En este sentido, en Estados Unidos el crédito bancario ha consolidado su recuperación, especialmente en el segmento corporativo, con tasas de crecimiento superiores al 10 %.



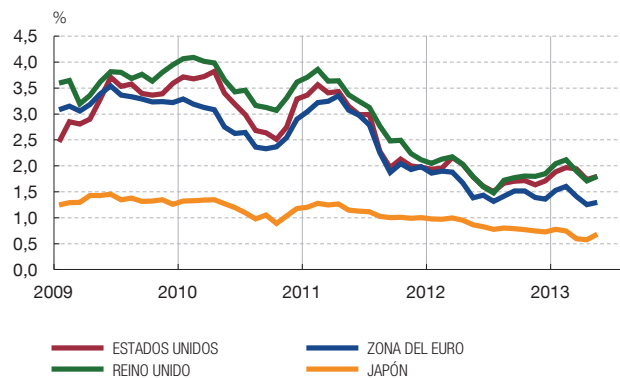
ÍNDICES BURSÁTILES



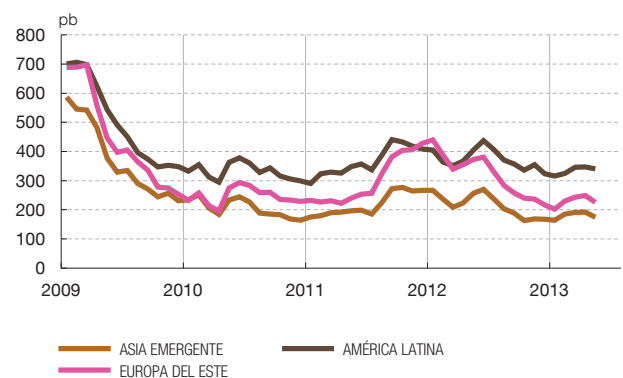
ESTADOS UNIDOS: RENTABILIDAD BURSÁTIL Y TIPOS DE INTERÉS



TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



DIFERENCIALES DE LA DEUDA SOBERANA (c)



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES FRENTE AL DÓLAR (d)



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES FRENTE AL DÓLAR (d)



FUENTES: Datastream, Merrill Lynch y Banco de España.

- a Inversa del PER del índice S&P 500.
- b Tipo de interés del índice *Merrill Lynch US high yield*.
- c EMBI + para América Latina y EMBI Global para Asia emergente y Europa Central y del Este.
- d Un aumento del índice indica una apreciación de la moneda frente al dólar.

Sin embargo, los flujos financieros globales no han recuperado los niveles previos a la crisis, salvo en las economías emergentes

La búsqueda de rentabilidad no tuvo el mismo efecto en todas las áreas. De hecho, el grado de integración financiera entre economías avanzadas —medido por los flujos internacionales de capital privado— sigue sin recuperar los niveles previos a la crisis, lastrado por la fragmentación financiera en el área del euro (véase gráfico 3.7). En las economías emergentes persistió la debilidad en los flujos de entrada durante la primera parte del año, para recuperarse a partir de la segunda mitad y alcanzar niveles máximos al inicio de 2013, en particular en flujos de deuda. Desde una perspectiva más amplia, las entradas de capitales han superado los registros

previos en Asia y América Latina, mientras que en Europa del Este ofrecen un perfil más plano. De esta forma, los flujos hacia las economías emergentes siguen ganando peso a nivel global y han pasado de representar el 17 % del total de flujos en 2007 al 33 % a mediados de 2012.

En todo caso, persisten elementos de incertidumbre en el corto y medio plazo

A pesar de la mejora de fondo que experimentaron los mercados financieros en 2012, en el medio plazo persisten elementos de incertidumbre que pueden dificultar el traslado de esta mejoría a la economía real. En el ámbito financiero, cabe mencionar las incertidumbres de tipo regulatorio, así como los riesgos vinculados a los desequilibrios que podrían estar incubándose durante un período tan prolongado de tipos de interés reducidos. Esta situación puede estar llevando a la sobrevaloración en algunos segmentos y genera dificultades a aquellos inversores institucionales especializados en ofertar productos que garantizan rentabilidades a largo plazo.

#### 4 Políticas económicas

La combinación de políticas monetarias muy expansivas y fiscales contractivas se consolidó

En 2012, se mantuvo la combinación de políticas fiscales restrictivas y políticas monetarias cada vez más expansivas que persiste desde 2010, en un entorno de creciente debate sobre el tono adecuado y la efectividad de ambas.

La política monetaria de las economías avanzadas profundizó su carácter no convencional...

Las acciones de política monetaria en las economías avanzadas mantuvieron un elevado protagonismo en 2012, garantizando condiciones extraordinariamente laxas que han dado soporte al funcionamiento del sistema financiero, han evitado un deterioro más acusado de las economías y han apoyando, en cierta medida, la recuperación económica. No obstante, la persistencia de esta situación extraordinaria ha reavivado el debate sobre la efectividad de las medidas no convencionales y los riesgos asociados a estas, tanto a nivel doméstico como por su impacto en otras economías.

Los tipos de interés de referencia se mantuvieron en niveles próximos a cero (véase gráfico 3.8), a la vez que se implementaron giros expansivos adicionales para tratar de anclar toda la curva de tipos de interés en niveles muy bajos. En algunas economías avanzadas, como Suecia y Australia, donde la profundidad de la crisis ha sido menor, se introdujeron nuevos recortes de tipos de interés ante el debilitamiento de la actividad.

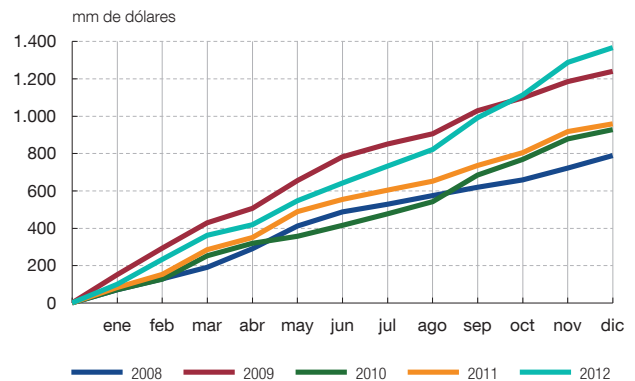
Respecto a las medidas no convencionales, en Estados Unidos se ciñeron durante la mayor parte del año a las operaciones dirigidas a aumentar la duración de la cartera de la Reserva Federal, pero sin ampliar el tamaño de la misma (*Operation Twist*). En los últimos meses del año, en lo que se conoce como QE3, se aprobaron nuevas compras de bonos de titulación hipotecaria (*mortgage-backed securities* o MBS) y de bonos del Tesoro —sin fecha de finalización concreta— que sí suponen una ampliación de su balance. En el Reino Unido también se aprobó una nueva ronda de compras de activos, que se completó en noviembre, y que ha situado el volumen total del programa en 375 mm de libras. Finalmente, el Banco de Japón incrementó gradualmente su programa de compra de activos durante 2012, hasta casi duplicarlo, y se comprometió a realizar nuevas compras a partir de 2014. Ya bajo el mandato del nuevo gobernador, el Banco de Japón decidió en abril de 2013 introducir una nueva estrategia de expansión cuantitativa y cualitativa con la que pretende doblar en dos años la base monetaria y las tenencias de bonos del Tesoro.

Como consecuencia de estas acciones, el tamaño del balance de la Reserva Federal se mantuvo en 2012, si bien comenzó a aumentar hacia el final del ejercicio, mientras que los balances del Banco de Inglaterra y, en menor grado, del Banco de Japón continuaron

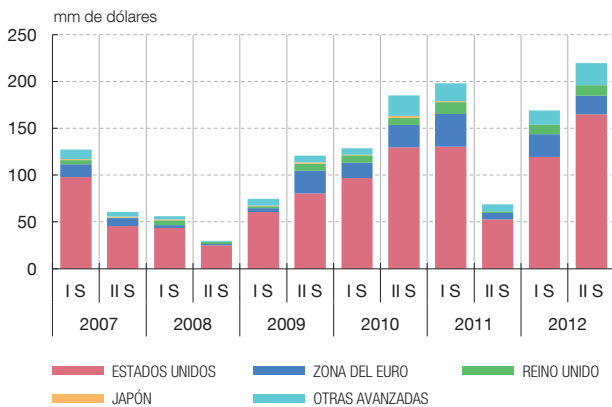
SANEAMIENTO DEL SECTOR FINANCIERO EN ESTADOS UNIDOS



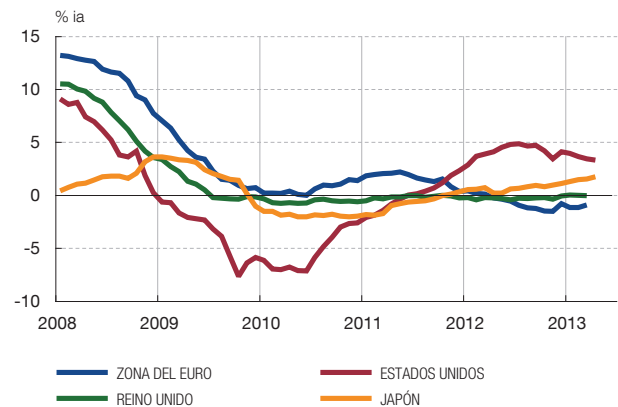
EMISIONES ACUMULADAS ANUALES DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE ECONOMÍAS AVANZADAS



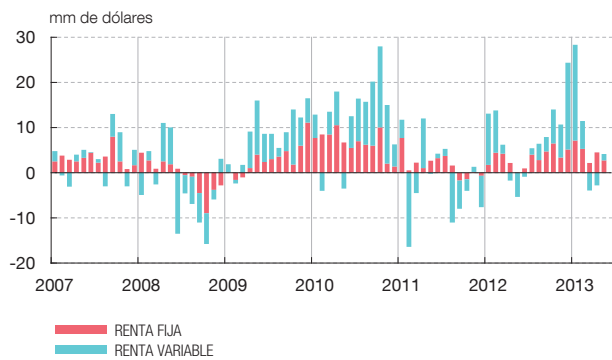
EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE ALTO RENDIMIENTO DE ECONOMÍAS AVANZADAS



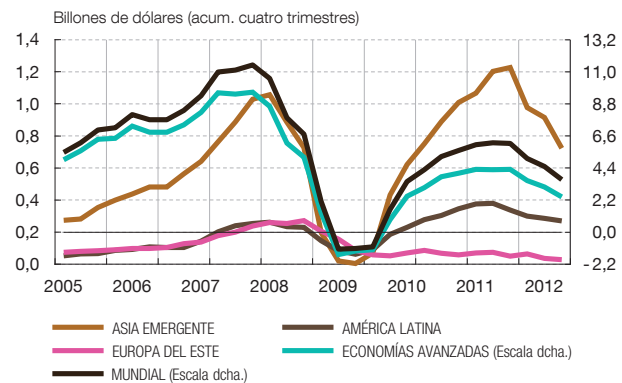
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO EN ECONOMÍAS AVANZADAS



FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR EN ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES (a)



FUENTES: Datastream, International Financial Statistics, Dealogic y Federal Deposit Insurance Corporation.

a Asia emergente incluye China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur. América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania y Letonia.

umentando a lo largo de ese año (véase gráfico 3.8), si bien en este último caso se espera una fuerte expansión en 2013 y 2014. En paralelo, en el Reino Unido y en Japón también se adoptaron medidas para fomentar el crédito al sector privado no financiero (en el Reino Unido, el programa se denominó *Funding for Lending Scheme*), con un impacto aún difícil de determinar. Por último, en Suiza las intensas presiones a la apreciación de su

moneda llevaron a un fuerte incremento del balance del banco central, derivado de la defensa del techo en la paridad del franco suizo respecto al euro, fijado en 2011.

... y se instrumentaron cambios en las políticas de comunicación y, en algún caso, en los propios objetivos de la política monetaria

Algunos bancos centrales también introdujeron cambios importantes en sus políticas de comunicación e, incluso, en sus objetivos. La Reserva Federal modificó su estrategia de comunicación relacionada con el compromiso de mantenimiento de los tipos oficiales (*forward guidance*). En la reunión de septiembre de 2012, extendió el compromiso de mantener el tipo de interés objetivo de los fondos federales en niveles extraordinariamente reducidos hasta mediados de 2015; y, en la reunión de diciembre, se vinculó ese compromiso al estado de la economía: en concreto, se anunció que no se producirán movimientos (subidas) de tipos mientras la tasa de paro se sitúe por encima del 6,5 % y la inflación proyectada no se desvíe más de 0,5 pp por encima del objetivo. De esta forma, el tono de la política monetaria se mantendría muy expansivo aun cuando se haya asentado la recuperación, como se deriva de la discrepancia entre previsiones de tipos oficiales y los derivados de aplicar la regla de Taylor (véase gráfico 3.8). Asimismo, la Reserva Federal hizo explícito su objetivo de inflación en el 2 % interanual (revisable cada dos años) e inició la publicación de la senda del tipo de interés objetivo consistente con las previsiones económicas de su comité de política monetaria.

En el caso de Japón, tras el cambio de Gobierno se elevó el objetivo de inflación del 1 % al 2 % interanual; posteriormente, el Banco de Japón sustituyó el objetivo operativo de la política monetaria, pasando del tipo de interés oficial (*uncollateralized overnight call rate*) a la base monetaria. Asimismo, el Banco modificó su estrategia de comunicación, comprometiéndose a proseguir con la nueva expansión cuantitativa y cualitativa el tiempo necesario hasta alcanzar el nuevo objetivo de inflación de manera estable.

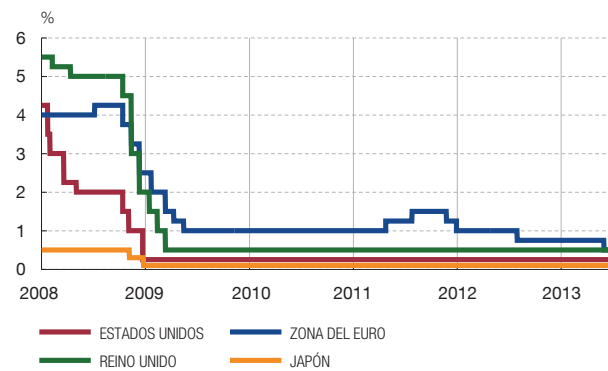
La política monetaria de las economías emergentes tendió a relajarse desde mediados de año ante el debilitamiento económico...

En las economías emergentes, muchos bancos centrales tendieron a relajar sus políticas monetarias desde mediados de 2012 (véase gráfico 3.8) ante el debilitamiento económico, aunque la tendencia no fue generalizada. Desde el final de la primavera se observaron reducciones en los tipos de interés de referencia y en los coeficientes de reservas en Asia. Este ciclo se interrumpió en China en el mes de julio, cuando hubo evidencia de un aterrizaje suave en esta economía y aparecieron riesgos de repuntes de los precios, y algo más tarde, en el otoño, en otras economías de la región. En relación con la ejecución de la política monetaria, cabe mencionar el mayor uso de operaciones regulares de mercado abierto y de nuevas operaciones de liquidez en China, para compensar la menor creación de liquidez por la vía de la acumulación de reservas (véase gráfico 3.8). En Europa del Este, los recortes en los tipos oficiales fueron frecuentes desde el verano y hasta el final del ejercicio en las principales economías de la región. Por último, en América Latina el panorama fue más variado: Brasil concluyó su ciclo más intenso de bajadas de tipos en octubre (más de 5 pp en total); Colombia redujo el tipo oficial en 2 pp, mientras que otros países, como Perú, endurecieron los requerimientos de reservas sin subir tipos, para evitar mayores presiones a la apreciación de su tipo de cambio; en México, tras casi cuatro años sin cambios, se recortó el tipo oficial en marzo de 2013.

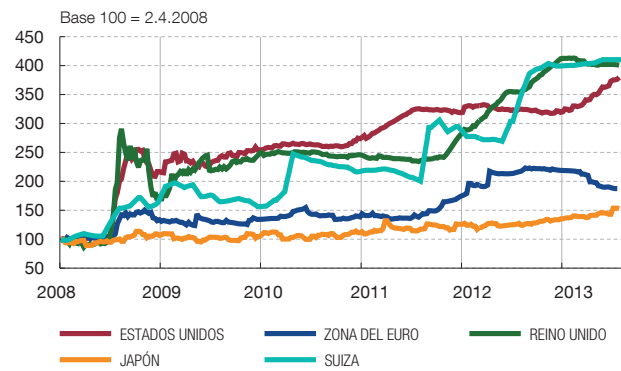
... y se empleó un abanico de medidas alternativas para modular el tono de las condiciones financieras, al tiempo que se reducía el ritmo de acumulación de reservas

La moderación de las entradas de capital —con la menor presión apreciativa sobre los tipos de cambio que ello supuso— afectó a los otros instrumentos, que son usados de modo cada vez más activo para modular el tono de las condiciones financieras y monetarias en estas regiones. Por un lado, en países como Brasil, se retiraron algunos de los controles a las entradas de capital impuestos en los años anteriores, al tiempo que se adoptaron distintas iniciativas orientadas a aumentar el carácter expansivo de la política monetaria (como la reducción de los coeficientes de caja) y a abaratar el coste del crédito;

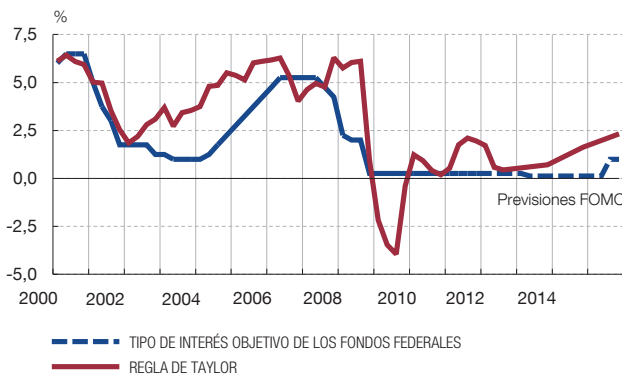
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS AVANZADAS



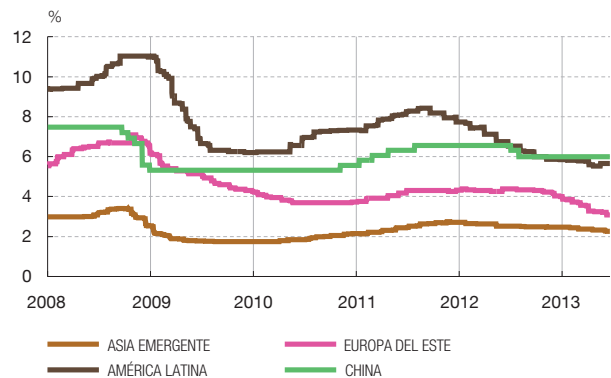
BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES EN ECONOMÍAS AVANZADAS



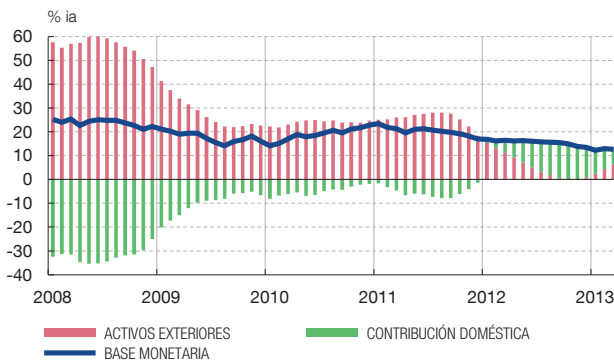
TIPO DE INTERÉS OFICIAL Y REGLA DE TAYLOR EN ESTADOS UNIDOS



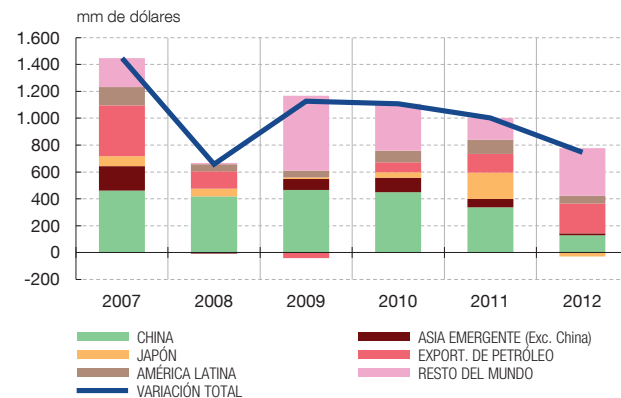
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



CRECIMIENTO DE LA BASE MONETARIA EN CHINA (b)



VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES

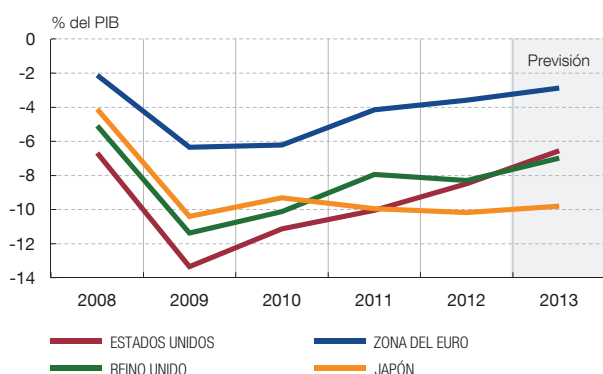


FUENTES: Datastream, Bloomberg, Fondo Monetario Internacional, Congressional Budget Office y Federal Open Market Committee (FOMC).

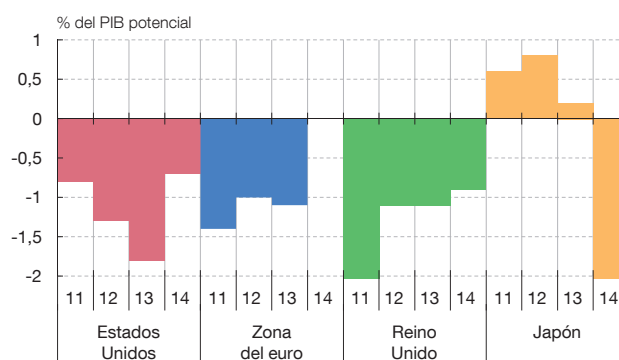
- a Áreas consideradas: Asia emergente (India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Filipinas y Taiwán), América Latina (Brasil, México, Colombia y Chile) y Europa del Este (Polonia, República Checa, Rumanía y Hungría).
- b Cifras expresadas en media móvil de tres meses.

no obstante, en otros países como Perú o Colombia —donde los flujos de capital siguieron siendo intensos—, se tomaron medidas en sentido contrario. Por otro lado, el aumento de las reservas internacionales en las economías emergentes fue muy inferior al registrado en 2011, frenándose la tendencia creciente que se venía apreciando en Asia —y muy especialmente en China— y en América Latina. En sentido contrario, las reservas se incrementaron en los países exportadores de petróleo (véase gráfico 3.8).

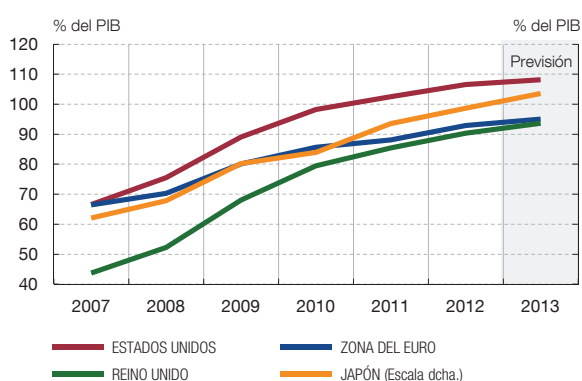
SALDO FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO



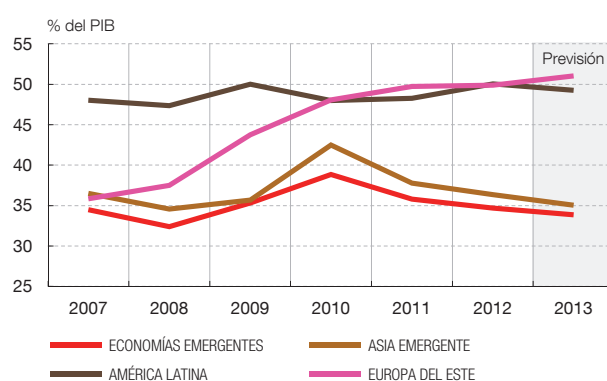
IMPULSO FISCAL SOBRE EL SALDO ESTRUCTURAL (a)



DEUDA PÚBLICA. ECONOMÍAS AVANZADAS



DEUDA PÚBLICA. ECONOMÍAS EMERGENTES (b)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

- a Los datos de 2013 y 2014 son previsiones del Fondo Monetario Internacional. Impulso fiscal se define como la variación del saldo público ajustado de ciclo.  
 b Asia emergente: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong, Singapur y Taiwán. América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Lituania y Letonia.

Las políticas fiscales mantuvieron un tono contractivo en las economías avanzadas, aunque la deuda pública continuó aumentando

El año 2012 fue otro año de consolidación fiscal en las principales economías avanzadas. Con la excepción de Japón, el tono de las políticas fiscales fue contractivo (véase gráfico 3.9), aunque los avances en términos de reducción de los desequilibrios fiscales no fueron muy sustanciales, alcanzándose los saldos deficitarios del 8,5 %, 8,3 % y 10,2 %, en porcentaje del PIB, en Estados Unidos, Reino Unido y Japón, respectivamente: un recorte de punto y medio en el primer país, y un leve deterioro en los otros dos. En términos estructurales, en Japón, el impulso fiscal positivo se debió a los gastos de reconstrucción tras el terremoto y a un nuevo paquete fiscal para la dinamización de su economía, que se ha reforzado en 2013. Las ratios de deuda pública continuaron aumentando en todos los casos y los horizontes previstos para el inicio de su reducción se retrasaron.

Durante el año sobrevoló el riesgo de un ajuste fiscal abrupto en Estados Unidos y, con carácter más global, el debate sobre el ritmo óptimo de consolidación

En Estados Unidos, el desacuerdo entre los dos principales partidos sobre la manera de reducir el déficit público en el medio y largo plazo fue ganando relevancia a lo largo del año. Las desavenencias llevaron a que la amenaza de materialización de un brusco ajuste fiscal a principios de 2013 (conocido como *fiscal cliff* o precipicio fiscal, resultado de la confluencia de la finalización de ciertas medidas temporales de impulso, introducidas tras la crisis, la expiración de las rebajas fiscales introducidas a comienzos de la pasada década, y la entrada en vigor de los recortes automáticos de gasto, conocidos como *sequester*) fuese cada vez más creíble, amenaza que solo quedó conjurada parcialmente en el último

momento. Gran parte de la discusión se ha retrasado a 2013, junto con la negociación de un nuevo incremento del límite de endeudamiento, lo que supone que las perspectivas fiscales en Estados Unidos sigan rodeadas de incertidumbre (véase recuadro 3.2). Desde una perspectiva más analítica, en 2012 destacó la discusión sobre el tamaño de los multiplicadores fiscales y el ritmo de consolidación óptimo en las economías avanzadas (véase recuadro 1.2), en un entorno de debilidad en la recuperación y de continuidad del proceso de desapalancamiento en el sector privado.

En las economías emergentes se mantuvieron, en general, política fiscales contractivas, salvo excepciones, como las de China o Brasil

En las economías emergentes, las políticas fiscales tuvieron un carácter continuista, pues en la mayoría de los países prosiguió la retirada gradual de los estímulos introducidos durante la crisis. Sin embargo, se aprecian diferencias entre regiones. En Europa del Este, se produjo una corrección significativa y generalizada de los déficits en 2012, gracias al mantenimiento de los notables esfuerzos de consolidación fiscal que, sin embargo, lastraron el crecimiento. En Asia, China introdujo un nuevo paquete fiscal (de menor importancia que el implementado al inicio de la crisis), por lo que mantuvo un tono moderadamente expansivo, igual que otras economías emergentes de la región. En cuanto a América Latina, la política fiscal habría mantenido un tono ligeramente contractivo, aunque con marcadas diferencias por países. Cabe destacar el nuevo impulso fiscal en Brasil, para fomentar la inversión, la deriva expansiva en Argentina y Venezuela, y las medidas contractivas en Chile y Perú.

La coordinación internacional de las políticas macroeconómicas siguió perdiendo impulso

Finalmente, la coordinación de las políticas macroeconómicas siguió perdiendo impulso en 2012 en todos los ámbitos, al tiempo que las iniciativas del G-20 perdían relevancia. Por un lado, la profundización del carácter expansivo de las políticas monetarias en los países avanzados continuó impulsando los flujos de capitales globales y generando nuevas tensiones cambiarias, aunque de menor intensidad que en años anteriores. Asimismo, en el ámbito comercial, la Ronda de Doha permanece estancada, lo que está propiciando un movimiento hacia el bilateralismo. Por último, en el ámbito regulatorio, los avances en la coordinación internacional de la regulación bancaria fueron escasos y se percibió una creciente falta de sintonía respecto a las profundas reformas regulatorias que se están poniendo en marcha en numerosos países.

## 5 Perspectivas y riesgos

Las perspectivas económicas para 2013 son de un ligero aumento del crecimiento mundial...

El escenario central para 2013 contempla un ligero repunte del crecimiento mundial, como resultado de la modesta recuperación de las economías avanzadas y de un mayor dinamismo en las emergentes, coherente con lo observado durante los primeros meses del ejercicio. De acuerdo con las últimas previsiones del FMI, el crecimiento mundial en 2013 será del 3,3 %, dos décimas superior al registrado en 2012, y la tasa interanual a final de 2013 se situaría en el 3,6 %, casi un punto porcentual más que al final del año anterior. Se mantendrá la brecha entre el crecimiento de las economías emergentes y el de las avanzadas. En este contexto, se anticipa una nueva moderación de la inflación, que quedaría por debajo del 3,5 % a nivel mundial, consolidando niveles inferiores al 2 % en las economías avanzadas, como consecuencia de la debilidad económica, mientras que, en las emergentes, la tasa de inflación se estabilizaría alrededor del 6 %.

... con una modesta recuperación de las economías avanzadas y un crecimiento algo más robusto en las emergentes

En las economías avanzadas se anticipa una recuperación muy modesta, en el entorno del 1,2 % interanual, similar al crecimiento de 2012, pues continuarán lastradas por los procesos de ajuste y, con la excepción de Japón, por la prolongación de la senda de consolidación fiscal, lo que continuará limitando la expansión de la demanda interna. En concreto, el consumo seguirá afectado por el ajuste de los balances de los hogares y por la lentitud en la recuperación de los mercados laborales; y la inversión, por la incertidumbre persistente y, en algunos segmentos, por la limitada disponibilidad de crédito. Incluso en Estados Unidos, donde los procesos de ajuste están más avanzados, la incertidumbre sobre

Las finanzas públicas de Estados Unidos deben afrontar a medio plazo el proceso de envejecimiento de la población y el aumento de los gastos sociales que ello conlleva. Adicionalmente, el fuerte deterioro del saldo fiscal a raíz de la crisis ha puesto en primer plano la necesidad de dar una solución duradera a este problema. Aunque esta situación es compartida, incluso de modo mucho más perentorio, por otras economías avanzadas, la polarización política al respecto es una consideración particularmente relevante en el caso estadounidense.

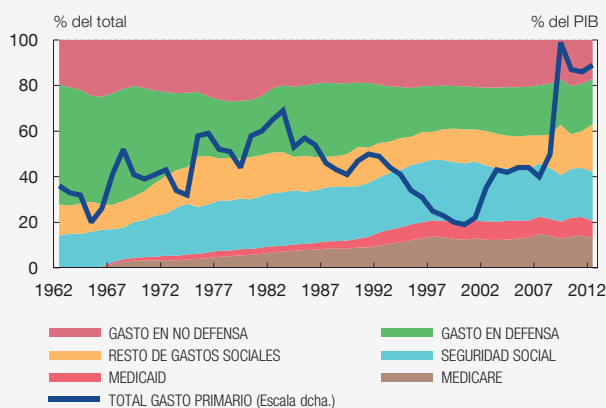
La estructura fiscal de Estados Unidos está bastante descentralizada territorialmente<sup>1</sup>, si bien el análisis de las cuentas públicas federales proporciona una aproximación adecuada a esta cuestión. El gasto público federal primario puede dividirse en un componente

1 Con datos de 2012, el gasto realizado por el Gobierno Federal (22,8 % del PIB) suponía alrededor de un 58 % del gasto público total; el gasto de los Gobiernos estatales y de los entes locales, el 42 % restante.

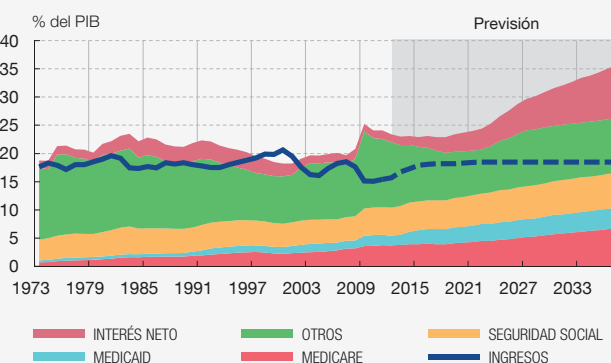
discrecional, que incluye el gasto en defensa y en no defensa, y que debe ser aprobado por el Congreso cada año, y un componente obligatorio, vinculado a los programas de Seguridad Social, Medicare —cobertura sanitaria a personas mayores— y Medicaid —para desfavorecidos—, entre otros. Para introducir cambios en estos programas, la ley debe ser modificada específicamente o derogada. El tercer componente es el pago por intereses, que en 2012 representó un 1,4 % del PIB (muy por debajo de la media de las últimas décadas), pues, a pesar de que la deuda pública está en máximos desde la Segunda Guerra Mundial, el tipo de interés permanece en mínimos históricos.

Como se puede ver en el gráfico 1, el gasto obligatorio ha pasado del 28 % al 63 %, en proporción del gasto público primario federal, en las últimas cuatro décadas, como resultado de las tendencias demográficas y del aumento de los gastos sanitarios. Por el contrario, el peso del componente discrecional se ha ido reduciendo, no solo dentro del gasto público federal, sino también como

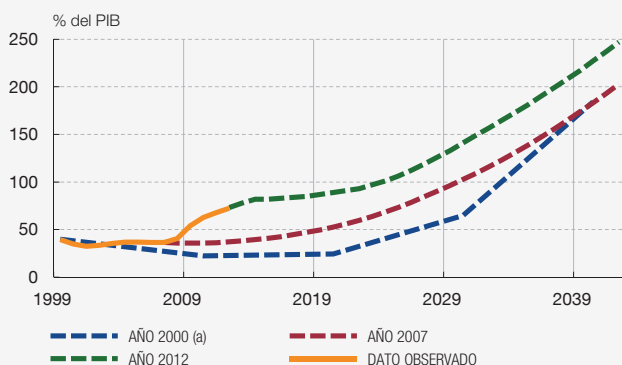
1 GASTO PÚBLICO PRIMARIO



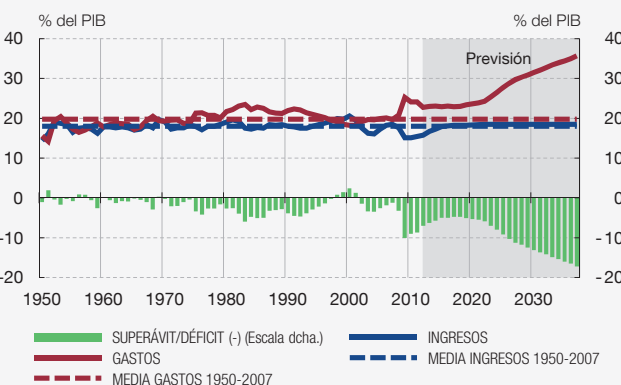
2 GASTOS POR TIPOS E INGRESOS TOTALES



3 EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA FEDERAL EN MANOS DEL PÚBLICO Y DE SUS PROYECCIONES



4 INGRESOS, GASTOS Y SUPERÁVIT/DÉFICIT (b)



FUENTES: Office of Management and Budget; *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2013-2023* (Congressional Budget Office, febrero de 2013), y *The Long-Term Budget Outlooks* (Congressional Budget Office, octubre de 2000, diciembre de 2007 y junio de 2012).

- a Bajo el escenario de «No ahorro de superávits».
- b Bajo el *Extended Alternative Fiscal Scenario* de la Congressional Budget Office, que incorpora el supuesto de que las políticas vigentes en el pasado con fecha de caducidad se mantendrán en el futuro.



porcentaje del PIB, y se espera que siga haciéndolo en el futuro. Los escenarios centrales proyectados bajo el supuesto de que se mantiene la legislación actual, que tienen en cuenta la jubilación de los *baby-boomers*, el aumento de la esperanza de vida y el incremento de los gastos sanitarios a tasas superiores a la del PIB —a pesar de la mejora de los últimos años—, apuntan a que el gasto obligatorio pasaría de representar alrededor del 10,5 % del PIB en 2012 a cerca del 16,5 % dentro de 25 años (véase gráfico 2)<sup>2</sup> y casi un 20 % dentro de 50 años<sup>3</sup>.

Aunque estos ejercicios están sujetos a una notable incertidumbre —asociada al gasto sanitario, los flujos migratorios y las condiciones económicas—, la magnitud del problema queda recogida en las proyecciones de déficits públicos crecientes, a pesar de que se espera que el gasto discrecional continúe reduciéndose paulatinamente. Todo ello, junto con el creciente pago de intereses, conduciría a una dinámica creciente para la deuda pública en manos del público (véase gráfico 3). Por tanto, dado que el margen de maniobra en el gasto discrecional es cada vez más reducido, los déficits públicos proyectados solo pueden ser mitigados mediante cambios legislativos que reduzcan los beneficios sociales o incrementen los ingresos, que en Estados Unidos se sitúan por debajo de otros países desarrollados<sup>4</sup>. En este sentido, se han presentado numerosas propuestas en los últimos años, con notables diferencias entre ellas, que tienen efectos redistributivos muy diferentes y que reflejan, en última instancia, visiones opuestas sobre el peso que debe tener el sector público en la economía. En sus versiones extremas, estas visiones se pueden identificar, en general, con las posiciones mantenidas por cada uno de los dos principales partidos políticos. En estas diferencias reside la dificultad de controlar la deuda pública en el medio plazo.

A principios del milenio, estos problemas en las finanzas públicas no parecían inminentes (véase gráfico 4) y el debate se centraba en el destino que se debía asignar a los superávits públicos que se proyectaban. En ese contexto, se adoptaron reducciones impositivas temporales (aprobadas en 2001 y 2003, y que deberían haber finalizado en 2010) y un cambio en Medicare (en 2003), que incluyó un programa para subsidiar los medicamentos. Estas modificaciones normativas, junto con el aumento del gasto discrecional militar en Afganistán e Irak, condujeron a cambios sustanciales en las proyecciones del saldo y la deuda del Gobierno federal (véase gráfico 3). Además, la crisis y las decisiones de política económica que se adoptaron para afrontarla llevaron a cambios aún más importantes en el panorama fiscal tras 2008. Los elevados déficits públicos

alcanzados, cercanos al 10 % entre 2009 y 2011 (véase gráfico 4), que constituyen los mayores registros desde la Segunda Guerra Mundial, contribuyeron a doblar la deuda pública en términos del PIB entre 2007 y 2012, hasta alcanzar el 72,5 %, cuando antes del inicio de la crisis se anticipaba un nivel del 37 % del PIB para 2012.

Por otro lado, la extremada polarización política de los últimos años ha impedido la consecución de un acuerdo bipartidista para establecer una senda de consolidación fiscal y ha dado lugar a una sucesión de situaciones límite y soluciones parciales y transitorias con efectos negativos sobre los mercados financieros. Así, en la crisis del techo de la deuda del verano de 2011 se aprobó una ley (*Budget Control Act*, BCA) que introducía recortes al gasto público en los 10 años siguientes, estableciendo límites al crecimiento del gasto discrecional y la creación de un comité bipartidista del Congreso (conocido como Supercomité), que debía proponer un plan para reducir los déficits públicos durante el mismo período. En caso de no lograrse un acuerdo, como así sucedió, la propia ley contemplaba un mecanismo de recortes automáticos del gasto discrecional (*sequestration*), para el período 2013-2021, que se activó en marzo de 2013. Por otro lado, el pasado 1 de enero se aprobó, en el límite del plazo, la *American Taxpayer Relief Act* (ATRA), una ley que atenuó el llamado «precipicio fiscal»<sup>5</sup>, haciendo permanentes para la mayor parte de la población las bajadas de impuestos aprobadas a principios de la década pasada, que se habían extendido hasta finales de 2012 como parte del plan de estímulo.

Una deuda pública elevada y creciente, como la que se proyecta para Estados Unidos, tiene serias consecuencias adversas. La primera de ellas, el creciente peso del servicio de la deuda, un problema que ahora está muy atenuado porque el contexto de elevada aversión al riesgo, que hace de la deuda pública un activo refugio, y las acciones de política monetaria mantienen los tipos de interés en mínimos históricos. Además, cabe mencionar el efecto expulsión sobre la inversión privada y la notable reducción de la capacidad de respuesta ante *shocks* negativos. No parece probable, sin embargo, que en un horizonte de corto plazo vaya a producirse una pérdida de confianza de los inversores en la deuda pública estadounidense, que dificulte la refinanciación de dicha deuda y eleve sustancialmente su tipo de interés de emisión. La ausencia de impagos en la historia del país, el estatus único del que disfruta el dólar como moneda global de reserva y la consideración de la deuda pública estadounidense como el activo seguro por excelencia llevan a pensar que los umbrales de la ratio deuda pública sobre el PIB habitualmente considerados como detonantes de una crisis fiscal son más elevados en el caso de Estados Unidos. Estas circunstancias ofrecen a la sociedad estadounidense un margen de tiempo para tomar una serie de decisiones cruciales, que son inevitables, aunque las circunstancias políticas sean poco favorables a una solución rápida.

5 El término «precipicio fiscal» se acuñó para hacer referencia al brusco ajuste fiscal que estaba previsto que se produjese en ausencia de un acuerdo entre los dos principales partidos, el 31 de diciembre de 2012, como resultado de la expiración automática de una serie de paquetes de estímulo y de rebajas de impuestos temporales que se habían aprobado en los últimos diez años y de la puesta en marcha de la reducción automática del gasto público, establecida en la *Budget Control Act* de 2011.

2 Las proyecciones a partir de 2013 son las que realiza la agencia independiente Congressional Budget Office (CBO, por sus siglas en inglés) bajo el *Extended Alternative Fiscal Scenario*, que incorpora el supuesto de que las políticas vigentes en el pasado con fecha de caducidad se mantendrán en el futuro. Para más detalles, véase <http://www.cbo.gov/publication/43288>.

3 Para una comparación internacional de los aumentos proyectados en las partidas de gastos en pensiones y gastos sanitarios, véase el gráfico 2.4 («Increase in Entitlement Spending, 2011-2030»), del *Fiscal Monitor* del FMI de abril de 2013. En él destaca el aumento esperado de los gastos sanitarios en Estados Unidos, de más de cinco puntos del PIB hasta el año 2030.

4 Véase la *Statistical Table 3* del *Fiscal Monitor* del FMI de abril de 2013 para la comparación con otras economías avanzadas.

la intensidad de la contracción fiscal puede frenar el crecimiento. Así, se anticipan ligeras desaceleraciones en Estados Unidos y Japón, un leve avance —pero en tasas reducidas— en el Reino Unido, y una menor contracción en el área del euro. Se prevé un fortalecimiento paulatino de la actividad a lo largo de 2013, que se prolongará en 2014 en las principales economías avanzadas, excepto en Japón, donde el impacto del estímulo fiscal en 2013 posiblemente no se mantendrá en 2014.

En las economías emergentes se prevé un crecimiento algo más robusto, del 5,3 % interanual, dos décimas por encima del registrado en 2012, apoyado sobre todo en la demanda interna. Los avances serán generalizados, aunque seguirán manteniéndose las diferencias en los ritmos de crecimiento entre las distintas regiones. Asia contribuirá en mayor medida a esta recuperación, con un crecimiento seis décimas mayor que el de 2012, hasta superar el 6,5 %, mientras que en América Latina se espera un incremento menor, por encima del 3 %, que probablemente se aproxima a su tasa crecimiento tendencial; en Europa del Este se anticipa una leve aceleración, desde niveles más modestos —pues el PIB de la región aumentaría en algo más del 1 % en 2013—, en parte por haber sufrido con mayor intensidad los problemas del área del euro. Para estas regiones, se prevé una aceleración progresiva del crecimiento en 2013.

Las previsiones para el comercio mundial para 2013 apuntan también a una lenta recuperación —con un crecimiento del 3,6 % interanual, apenas un punto porcentual mayor del incremento de 2012— que vendría fomentada nuevamente por las economías emergentes.

El escenario central sigue sujeto a importantes riesgos a la baja

A pesar de la atenuación registrada en 2012, los riesgos relacionados con la resolución de la crisis en el área del euro siguen estando presentes, como se ha comprobado en la parte transcurrida de 2013. De forma análoga, en Estados Unidos perdura la elevada polarización política que dificulta la transición ordenada hacia una senda de consolidación fiscal a medio plazo. Con una perspectiva más amplia, sería deseable avanzar en la estabilización de la deuda pública en las economías avanzadas. No hacerlo podría acabar afectando a los costes de financiación del sector público, lastrando severamente el crecimiento y provocando nuevas perturbaciones en los mercados y sistemas financieros.

La persistencia y profundización de las políticas monetarias extremadamente expansivas en las economías avanzadas, aunque es un apoyo necesario a la recuperación económica, también plantea riesgos crecientes. Entre ellos, una posible sobrereacción positiva de los mercados en un entorno aún distorsionado por la crisis, y muy influenciado por las acciones y perspectivas de la política monetaria. El contexto de tipos muy reducidos puede llevar a sobrevaloraciones y desequilibrios en algunos mercados y a ralentizar el proceso de saneamiento financiero, mientras que su incidencia positiva sobre el sentimiento del mercado puede inducir una eventual complacencia de las autoridades que frene el impulso de las reformas. La utilización de instrumentos no convencionales también implica una creciente complejidad en el diseño de las estrategias de salida para los bancos centrales, que, unida a la incertidumbre sobre el producto potencial y las brechas de producción, constituye un riesgo adicional para manejar la transición a un entorno más normalizado. Por último, la vinculación creciente entre las cuentas públicas y el balance de los bancos centrales alerta sobre riesgos futuros de subordinación de la política monetaria a las autoridades fiscales.

En las economías emergentes, el mayor reto sigue siendo consolidar patrones de crecimiento equilibrado y sostenible, que permitan reducir la probabilidad de reversiones súbitas en los flujos. Otra fuente de riesgo, esta vez a nivel global, reside en la heterogeneidad

y la falta de coordinación de las políticas económicas, en el actual contexto de intensificación del impulso monetario expansivo, que podría terminar derivando en devaluaciones competitivas, alimentando un mayor sesgo monetario expansivo global y el proteccionismo comercial.

Aunque el balance de riesgos sigue sesgado a la baja, también existen algunos riesgos al alza

Aunque la incertidumbre y los riesgos de deterioro siguen dominando la coyuntura actual, existen algunos factores que podrían consolidar un círculo virtuoso que favorezca el consumo y la inversión, como una mejora más acelerada de la confianza en la situación económica. En este sentido, las políticas de gestión de la crisis —en particular, la estrategia de salida de las políticas monetarias no convencionales y el manejo equilibrado de la consolidación fiscal—, y también los avances en las reformas estructurales, desempeñarán un papel relevante en el restablecimiento de la confianza y, por extensión, en la salida de la crisis.

Los obstáculos a los que se enfrenta la economía mundial siguen siendo de gran magnitud

En definitiva, un año más, los obstáculos a los que se enfrenta la economía mundial siguen siendo de gran magnitud, por lo que tanto las políticas macroeconómicas y financieras como las estructurales deben continuar perseverando en su objetivo de asentar los pilares de un crecimiento equilibrado y sostenible, en un contexto de estabilidad financiera a medio y largo plazo.



### 1 La crisis del área del euro y el contexto macroeconómico

La crisis financiera y de deuda soberana condicionó la evolución económica de la zona del euro durante 2012

La inestabilidad se agravó por las dudas sobre la propia continuidad del euro, que provocaron salidas de capital de los países más vulnerables

Entre los países sujetos a programa, Grecia siguió siendo un foco de tensión. La continuidad de la ayuda oficial estuvo condicionada a una reestructuración de la deuda pública...

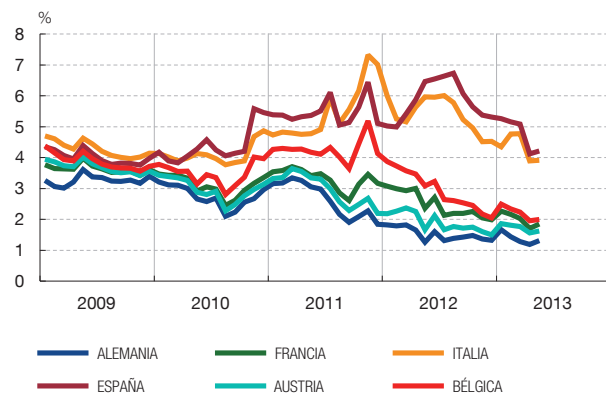
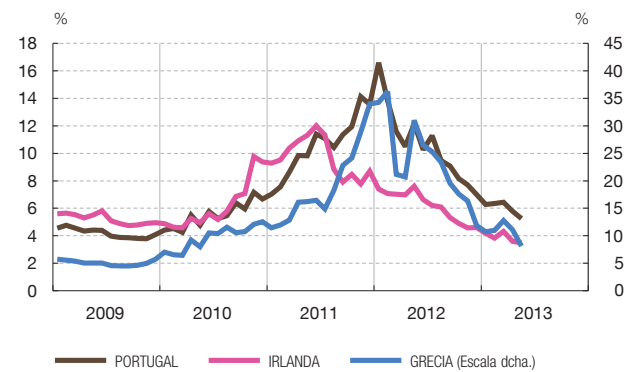
... tras la cual se aprobó un segundo programa de asistencia, que, sin embargo, no fue suficiente para atajar la inestabilidad

El desarrollo de la crisis determinó en el año 2012 la evolución económica de la zona del euro, a la vez que planteó grandes desafíos de política económica a las autoridades. Las tensiones en los mercados de capitales y la fragmentación financiera dentro del área se recrudecieron a partir de la primavera, en un momento en el que la economía no se había repuesto aún de los efectos del anterior brote de inestabilidad en 2011, cuando la crisis adquirió un carácter sistémico en un contexto de realimentación entre la percepción de riesgo soberano, los riesgos bancarios y la debilidad de la actividad económica (véase gráfico 4.1). En el capítulo 2 de este Informe se analizan con detalle la génesis y la evolución de esta crisis, así como los principales retos que plantea.

A las crisis bancaria y de deuda soberana en marcha se superpuso una crisis de balanza de pagos en algunos países de la zona del euro, que se enfrentaron a restricciones a la financiación exterior y a salidas de capital. Para paliar esta grave situación, sus sistemas bancarios tuvieron que apelar de manera creciente a la financiación del Eurosistema. Las tensiones de balanza de pagos fueron, en buena parte, el reflejo de la fragmentación financiera que se produjo por las dudas sobre la continuidad del euro y tuvieron como contrapartida la afluencia de capital hacia los países del núcleo del área. La percepción creciente de que la Unión Monetaria podría no ser completamente irreversible impidió, además, una transmisión uniforme de la orientación expansiva de la política monetaria, como ilustra el recuadro 4.1.

Entre los países bajo programa de asistencia financiera, Grecia siguió siendo un foco importante de tensión. A comienzos del año, y como requisito para la continuidad de la ayuda oficial, el Estado griego realizó una reestructuración de su deuda en manos de los acreedores privados con el objeto de restaurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esta operación de participación del sector privado (PSI, por sus siglas en inglés) tardó en concretarse y derivó en un cambio fundamental en la percepción del riesgo que entrañaba la exposición soberana en la zona del euro, contribuyendo a aumentar las primas de riesgo de los países más vulnerables del área.

La PSI se completó con éxito en marzo, logrando una reducción de más de 100 mm de euros del valor nominal de la deuda soberana, lo cual permitió que se aprobara el segundo programa de asistencia a Grecia, financiado por el FMI y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), con una cuantía aproximada de 164 mm euros para los años 2012-2014. De esta dotación, unos 50 mm estarían destinados a la recapitalización y reestructuración del sector bancario. Sin embargo, la nueva estrategia de consolidación fiscal y de reforma económica del país se vio negativamente afectada por una grave crisis política, que trajo consigo la celebración de dos elecciones generales consecutivas y el ascenso de fuerzas políticas contrarias a las condiciones exigidas en el programa de asistencia aprobado. En estas circunstancias, el desembolso de los fondos oficiales se bloqueó y los mercados asignaron una probabilidad elevada a la posibilidad de que Grecia se declarase en bancarrota y abandonara el euro. Finalmente, el nuevo Gobierno de coalición que emergió tras las elecciones en junio dio prioridad a la implementación del programa, lo que permitió retomar su curso y derivó en un acuerdo que suavizó la senda de consolidación fiscal, relajó el plazo y el coste de los préstamos dentro del programa de asistencia e introdujo medidas adicionales para la reducción de la deuda, como la recompra de bonos que el Tesoro heleno realizó en diciembre. Todo ello ha abierto paso a una oportunidad

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS  
Media mensualRENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS  
Media mensualÍNDICES BURSÁTILES  
Fin de períodoTIPOS DE CAMBIO DEL EURO  
Fin de período

FUENTE: Banco Central Europeo.

para que se apliquen las reformas necesarias y se encauce el proceso de recuperación de esta economía.

Otros focos de incertidumbre se localizaron en España —que solicitó un programa de asistencia sectorial para recapitalizar la banca—, Italia y...

Las economías española e italiana, que vieron rebajadas sus calificaciones crediticias soberanas y las de sus bancos, se situaron también en el centro de las tensiones. En España, los inversores mostraron una preocupación creciente por la salud del sistema financiero, lo que se sumó al debilitamiento económico y a las dudas sobre la consecución de los objetivos fiscales. En este contexto, el Gobierno solicitó en junio un programa de asistencia sectorial para recapitalizar el sistema bancario. En el caso de Italia, la presión sobre los tipos de interés reflejó las dificultades de la economía para impulsar el crecimiento económico, lo que impedía, a pesar de las medidas de consolidación, una contención de la deuda pública —que se elevó por encima del 125 % del PIB en 2012—, situación a la que se añadió una creciente incertidumbre política.

... Chipre, que en junio se convirtió en el cuarto país en necesitar un programa completo de asistencia financiera

Paralelamente, en el mes de julio, el impacto de la crisis griega y la debilidad del sector bancario convirtieron a Chipre en el cuarto país del área en solicitar un programa completo de asistencia financiera. El diseño de las condiciones y de la cuantía de la ayuda vino dificultado por el hecho de que, si las necesidades de capital de la banca se hubiesen atendido exclusivamente con fondos públicos, la ratio de deuda pública sobre el PIB —que partía de un 86 %— se habría situado en niveles insostenibles. La excesiva prolongación de las negociaciones fomentó salidas de capital y contribuyó también a la inestabilidad en

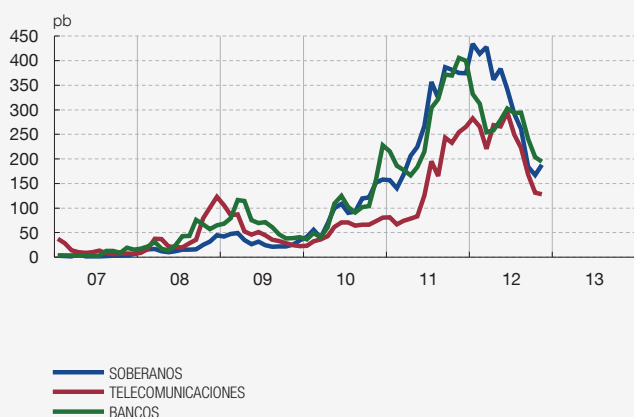
La integración financiera es un pilar básico de la política monetaria común, porque permite que el efecto expansivo o restrictivo que ejercen las decisiones del banco central sobre la actividad económica se transmita de manera efectiva y uniforme a todos los Estados miembros. Cuando los mercados financieros están integrados, la nacionalidad de los agentes económicos deja de ser un factor determinante de las condiciones de acceso a la financiación. En la zona del euro, aunque la actividad de la banca minorista se ha mantenido mayoritariamente confinada dentro de las fronteras nacionales y la presencia transfronteriza ha sido muy limitada, la integración que se había alcanzado en los mercados interbancarios y de deuda fue suficiente para garantizar, antes de la crisis, una traslación uniforme del tono de la política monetaria al coste de la financiación bancaria de las empresas, las familias, las Administraciones Públicas y los intermediarios financieros de toda el área.

La crisis financiera ha introducido un cambio fundamental en esta situación al desencadenar una fragmentación pronunciada del

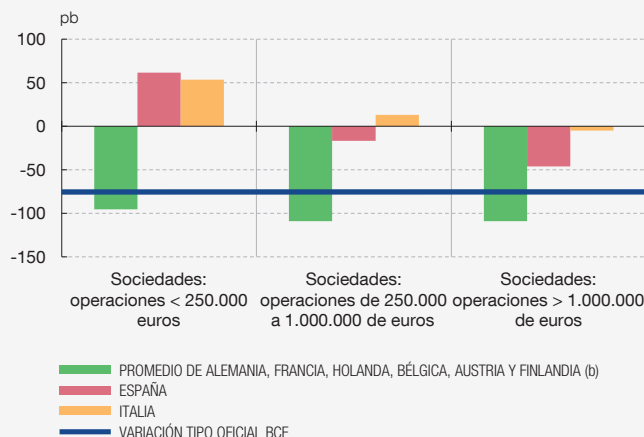
sistema financiero de la UEM y ha puesto en riesgo la unicidad de la política monetaria. En su primera fase, la crisis incidió sobre un canal primordial de transmisión de los impulsos de la política monetaria, los mercados interbancarios, que perdieron su capacidad para intermediar la liquidez dentro de la UEM. Las medidas no convencionales que desplegó el BCE a través de una provisión amplia de liquidez le llevaron a reemplazar esta función de intermediación y a mitigar los posibles efectos restrictivos sobre la oferta de crédito.

El desarrollo de la crisis y su transformación en 2010 en una crisis de deuda soberana intensificó la segmentación de los mercados, proceso que, una vez desencadenado, se realimentó como consecuencia de la interrelación creciente entre los riesgos soberanos, los bancarios y la evolución económica a escala nacional (véase gráfico 1). La nacionalidad del emisor se convirtió en un determinante fundamental del coste y del acceso a la financiación.

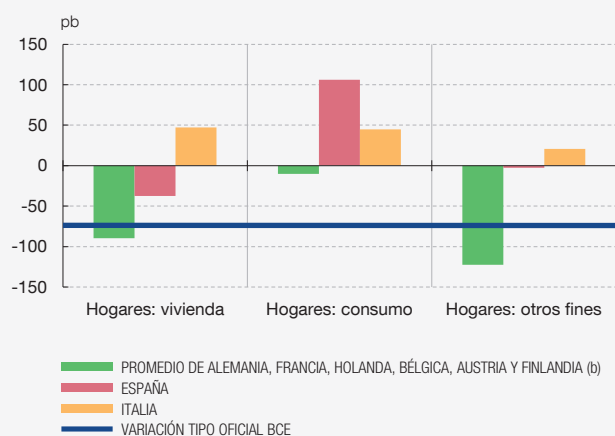
1 DISPERSIÓN ENTRE PAÍSES DE PRIMAS DE RIESGO (a)



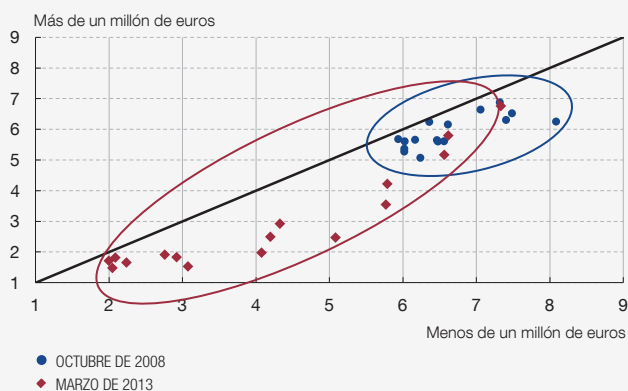
2 TIPOS BANCARIOS EN NUEVAS OPERACIONES DE PRÉSTAMO. VARIACIÓN ENTRE JULIO DE 2011 Y MARZO DE 2013



3 TIPOS BANCARIOS EN NUEVAS OPERACIONES DE PRÉSTAMO. VARIACIÓN ENTRE JULIO DE 2011 Y MARZO DE 2013



4 TIPOS DE INTERÉS POR PAÍSES NUEVAS OPERACIONES DE PRÉSTAMO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (%)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Desviación típica de la prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años.
- b Promedio ponderado por volumen de las operaciones nuevas.

La heterogeneidad del coste de la financiación por países refleja, en parte, diferencias genuinas en los niveles de riesgo de crédito. Sin embargo, los diferenciales de tipos de interés alcanzaron niveles muy superiores a los que podrían venir justificados por sus fundamentales económicos [véase, por ejemplo, la evidencia en FMI (2012)<sup>1</sup> o D'Agostino y Ehrman (2013)<sup>2</sup> para el caso de la deuda soberana]. Detrás de ello se encontraba una crisis de confianza hacia el euro en la que llegaron a contemplarse escenarios de ruptura del área monetaria y que condicionaron el comportamiento de los inversores internacionales.

Todas estas circunstancias han impedido una transmisión homogénea de los impulsos de política monetaria a través del canal de tipos de interés. Como se ilustra en los gráficos 2 y 3, por ejemplo, la reducción de 75 pb de los tipos oficiales entre diciembre de 2011 y julio de 2012 se trasladó completamente a los tipos de in-

terés de los nuevos contratos de préstamos en el grupo de países menos expuestos a las tensiones financieras. Por el contrario, en Italia, el coste de los préstamos bancarios, independientemente de su finalidad, se incrementó, lo que también ocurrió en España en el caso de la financiación al consumo y a una parte de las sociedades no financieras. Es precisamente en el tramo de los préstamos a las empresas donde las divergencias en el coste de la financiación son más importantes, como se ilustra en el gráfico 4. Estas divergencias son singularmente relevantes en el caso de los préstamos de menor importe, ya que, en su mayoría, afectan a las pymes, que, a diferencia de las grandes empresas, no cuentan con vías alternativas de financiación externa.

La respuesta de las autoridades (y, en particular, la introducción por parte del BCE de medidas adicionales como el programa de OMC) permitió frenar y corregir parcialmente las tendencias a la fragmentación financiera en la UEM desde mediados de 2012. Recuperar un grado suficiente de integración financiera es indispensable para restituir el buen funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria. Ello requiere avanzar en frentes muy diversos, que, en última instancia, permitan progresar a la UEM hacia una genuina unión económica.

1 *Global Financial Stability Report*, octubre de 2012, recuadro 2.2, «Why Are Euro Area Periphery Sovereign Spreads So High?».

2 *The Pricing of G7 Sovereign Bond Spreads: The Times, They Are A-Changin*, Documento de Trabajo del BCE, n.º 1520, marzo de 2013.

el área, volviendo a poner de manifiesto la complejidad y las vacilaciones en la resolución de estos procesos. Finalmente, la cuantía del programa se fijó en 10 mm de euros y, para reducir las necesidades de financiación del país, se acabó realizando, tras diez días de cierre de las entidades, una reestructuración del sector bancario que supuso la asunción de pérdidas por parte de los inversores y grandes depositantes de los dos mayores bancos del país. El acuerdo se logró ya en marzo de 2013 y, por primera vez en la UE, el Gobierno chipriota hubo de introducir, como medida de emergencia, restricciones en las transacciones bancarias nacionales e internacionales.

Los otros dos países bajo asistencia financiera (Irlanda y Portugal) tuvieron una evolución relativamente más favorable

Los otros dos países bajo asistencia financiera (Irlanda y Portugal) lograron avances significativos en la corrección de sus desequilibrios. La caída de la rentabilidad de su deuda pública fue reflejo de una mayor confianza en la recuperación de estas economías y en la capacidad de los Gobiernos de volver a financiarse en los mercados en 2013. En el caso de Portugal, no obstante, algunos factores impidieron una relajación más sustancial de las condiciones de financiación. El cumplimiento de los objetivos fiscales descansó en medidas con efectos temporales (como privatizaciones) y en el aumento de los impuestos, lo que vinculaba muy estrechamente la consecución de los objetivos a la evolución económica. A pesar de que la senda de consolidación fiscal se relajó tras constatarse el agravamiento de la recesión, el ajuste presupuestario requerido sigue siendo notable y viene dificultado por las limitaciones estructurales de esta economía para recuperar dinamismo y por la decisión del Tribunal Constitucional luso en abril de 2013 de rechazar algunas medidas de austeridad acometidas. En ese mismo mes, el Eurogrupo alcanzó un acuerdo para alargar el plazo de las ayudas concedidas.

En cambio, la percepción de que Irlanda finalizará el programa de asistencia de manera exitosa en noviembre de 2013 se vio reforzada, además de por el cumplimiento



holgado de los objetivos fiscales, por el aplazamiento del vencimiento de la deuda en forma de *Promissory Notes*. Estos pasivos, que el Estado había asumido específicamente para la recapitalización de entidades no viables nacionalizadas —Anglo e INBS—, se intercambiaron por bonos soberanos a muy largo plazo, lo que permitió una considerable reducción de las necesidades de financiación del Estado en los próximos años, aunque el impacto sobre la sostenibilidad de la deuda pública fue marginal. El acuerdo sobre el alargamiento de los vencimientos de las ayudas antes citado también se aplicó a este país.

La inestabilidad financiera introdujo gran incertidumbre sobre el alcance de la crisis

El recrudecimiento de las tensiones financieras volvió a introducir gran incertidumbre sobre el alcance de la crisis y sus consecuencias últimas, generó una notable caída de la confianza y un deterioro de las perspectivas de crecimiento, y provocó un endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria cuyos efectos sobre la debilidad del crédito se vinieron a sumar a los asociados al proceso de desapalancamiento del sector privado. Por otra parte, la actividad económica exterior, como se analiza en el capítulo 3 de este Informe, experimentó una ralentización, que no fue ajena a la propia crisis de la zona del euro; y la inflación medida por el IAPC se vio presionada al alza por el creciente precio de la energía y de los alimentos en los mercados internacionales, aunque en términos del IPSEBENE tuvo un comportamiento más estable.

La economía volvió a entrar en recesión y el deterioro económico alcanzó a todos los Estados miembros

Todos estos factores contribuyeron a deprimir intensamente el gasto privado, afectado también por el proceso de consolidación fiscal en que se hallan inmersos la mayor parte de los países de la zona del euro, de manera que el área entró de nuevo en recesión en 2012, con una contracción del PIB del 0,5 %, tan solo tres años después del gran declive de la actividad experimentado al inicio de la crisis (véase cuadro 4.1). El deterioro económico se extendió a todos los Estados miembros, y no solo a los sujetos a un mayor grado de tensión financiera, con una desaceleración de casi 2 puntos porcentuales (pp) en los dos países de mayor tamaño del área. En cualquier caso, las divergencias en la evolución del PIB continuaron siendo elevadas (véase gráfico 4.2). La contracción de la actividad prosiguió en el primer trimestre de 2013, lo que supone seis trimestres consecutivos de registros negativos, en los que se acumula un retroceso de la producción del 1,5 %.

La caída de la producción respondió, fundamentalmente, al ajuste de la demanda interna

La caída de la producción tuvo como principal origen el ajuste de la demanda interna, que afectó a todos sus componentes y ocasionó una intensa pérdida de puestos de trabajo. La tasa de paro escaló, por primera vez desde el inicio de la UEM, a niveles superiores al 11 %. La caída de las importaciones permitió una contribución positiva de la demanda exterior al producto, a pesar de que las exportaciones se debilitaron por el retroceso de los mercados exteriores y la apreciación del euro en la segunda parte del año.

El clima de incertidumbre, la escasa capacidad de generación de renta disponible y la pérdida de valor de los activos —en particular, de los inmobiliarios— debilitaron el consumo privado y la inversión residencial. Aun así, el ahorro de los hogares también disminuyó, hasta situarse en una tasa relativamente reducida, inferior al 13 % de la renta bruta disponible, lo que contribuyó a sostener el gasto, aunque dificultó notablemente su proceso de desapalancamiento. La atonía de la demanda final y el elevado nivel de incertidumbre desalentaron la inversión empresarial, hasta el punto de que este sector volvió a registrar una poco habitual capacidad de financiación. La debilidad de la actividad y la necesidad de seguir avanzando en el proceso de desendeudamiento de las sociedades frenaron la demanda de crédito. No obstante, la caída de los préstamos bancarios a las empresas no financieras reflejó también factores de oferta, que en el caso de las compañías de mayor tamaño pudieron paliarse con emisiones de deuda en los mercados (véase gráfico 4.3).

	2009	2010	2011	2012	2012			
					I TR	II TR	III TR	IV TR
Demanda y producto (variación intertrimestral)								
Producto interior bruto	-4,3	1,9	1,5	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6
Consumo privado	-0,9	1,0	0,1	-1,3	-0,2	-0,5	-0,2	-0,5
Consumo público	2,6	0,8	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,1	0,1
Formación bruta de capital fijo	-12,7	-0,5	1,6	-3,9	-1,4	-1,6	-0,8	-1,2
Exportaciones	-12,4	11,0	6,4	2,9	0,5	1,7	0,9	-0,8
Importaciones	-11,0	9,5	4,3	-0,8	-0,4	0,6	0,1	-0,9
Contribuciones al crecimiento del PIB en puntos porcentuales								
Demanda interna	-2,7	0,6	0,3	-1,6	-0,4	-0,7	-0,3	-0,5
Variación de existencias	-0,9	0,6	0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,2	-0,1
Demanda externa	-0,7	0,7	0,9	1,6	0,4	0,5	0,4	0,0
Precios y costes (variación interanual)								
Precios de consumo (media anual)	0,3	1,6	2,7	2,5	2,7	2,5	2,5	2,3
Deflactor del PIB	1,0	0,8	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Costes laborales unitarios	4,2	-0,7	0,9	1,7	1,6	1,6	2,0	1,6
Remuneración por asalariado	1,5	1,8	2,2	1,8	2,0	1,8	1,9	1,4
Productividad del trabajo	-2,6	2,5	1,2	0,1	0,3	0,3	-0,1	-0,2
Administraciones Públicas (% del PIB)								
Gastos totales	51,2	51,0	49,5	49,9				
Gastos corrientes	47,0	46,6	46,0	46,3				
Inversión pública	2,8	2,6	2,3	2,1				
Ingresos totales	44,9	44,8	45,3	46,2				
Déficit (-) / superávit (+) primario	-3,5	-3,4	-1,1	-0,6				
Déficit (-) / superávit (+)	-6,4	-6,2	-4,1	-3,7				
Deuda pública	80,0	85,6	88,0	92,7				
Mercado de trabajo								
Empleo total (variación intertrimestral)	-1,8	-0,5	0,3	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3
Paro (% de población activa)	9,6	10,1	10,2	11,4	10,9	11,3	11,5	11,8
Balanza de pagos (% del PIB)								
Cuenta corriente	-0,2	0,0	0,2	1,2	-0,1	0,8	1,7	2,5
Ratios de endeudamiento								
Hogares (% de la RBD)	98,6	100,6	100,0	99,7	99,3	99,6	99,5	99,7
Sociedades no financieras (% del EBE)	525,1	505,8	501,2	511,2	502,6	508,3	514,0	511,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

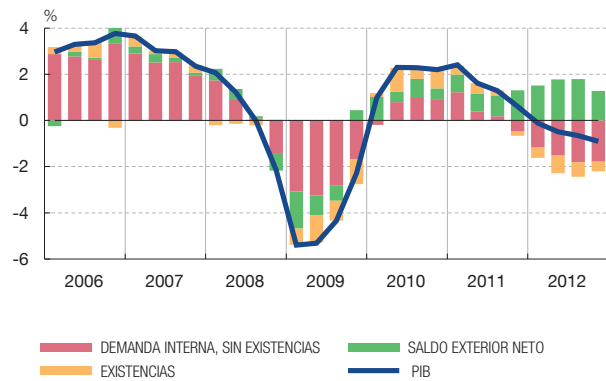
Los esfuerzos de consolidación fiscal fueron notorios

El sector público mejoró por segundo año consecutivo el saldo presupuestario, hasta situar el déficit en el 3,7 % del PIB (véase gráfico 4.4). El esfuerzo en términos estructurales fue elevado, teniendo en cuenta el empeoramiento de las condiciones macroeconómicas, y descansó tanto en medidas de gasto público como en el aumento de la presión fiscal. El nivel de déficit y la caída del PIB determinaron, no obstante, que el endeudamiento público continuara incrementándose, hasta superar el 90 % del PIB, de modo que doce países del área del euro registraron una ratio superior al 60 %.

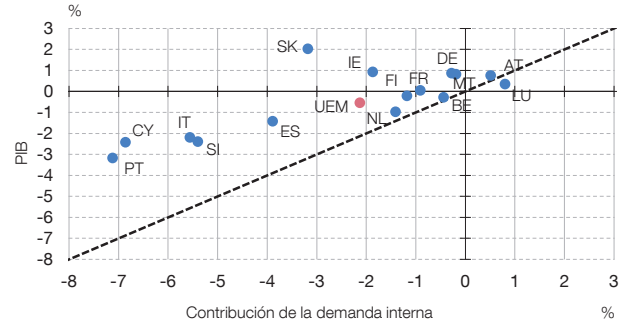
La inflación se mantuvo por encima del 2 %

El curso de la inflación vino muy condicionado por la evolución de los componentes más volátiles del IAPC y por la contribución de la imposición indirecta y de los precios administrados (véase recuadro 4.2). A medida que estos factores se fueron desvaneciendo, la tasa

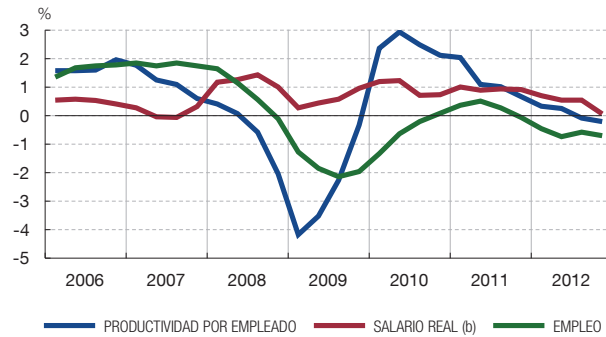
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE SUS COMPONENTES



CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA EN 2012 (a)



SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual

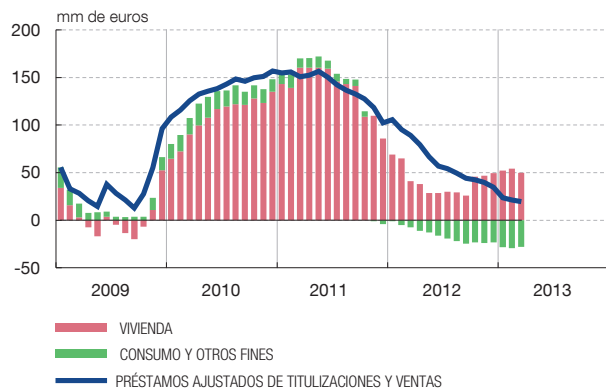


FUENTE: Eurostat.

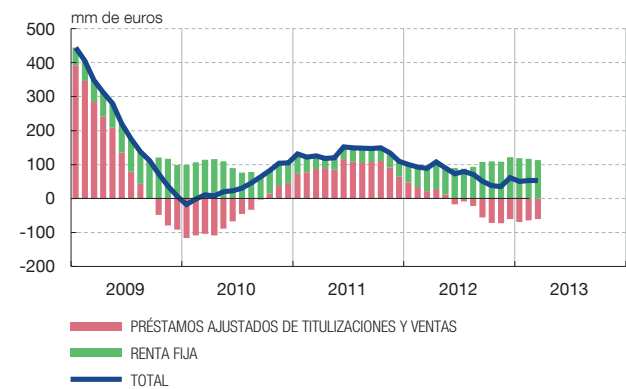
- a No se representan Estonia y Grecia porque distorsionan el gráfico. Los valores para Grecia son una caída del PIB del 6,4 % y una contribución negativa de la demanda interna de 10,4 pp. Para Estonia son un crecimiento del PIB del 3,2 % y una contribución positiva de la demanda interna de 6,1 pp.
- b Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO

FINANCIACIÓN A HOGARES  
Flujos netos acumulados de 12 meses

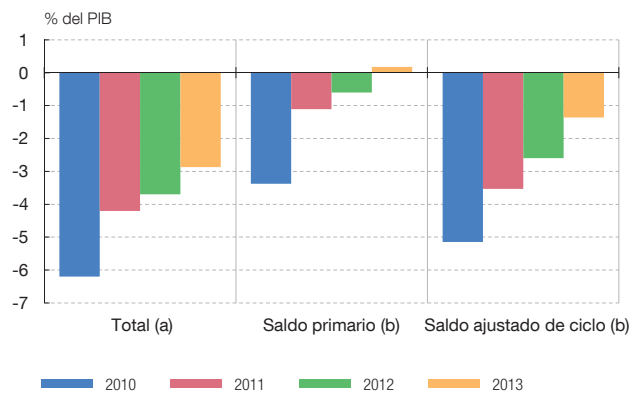


FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Flujos netos acumulados de 12 meses

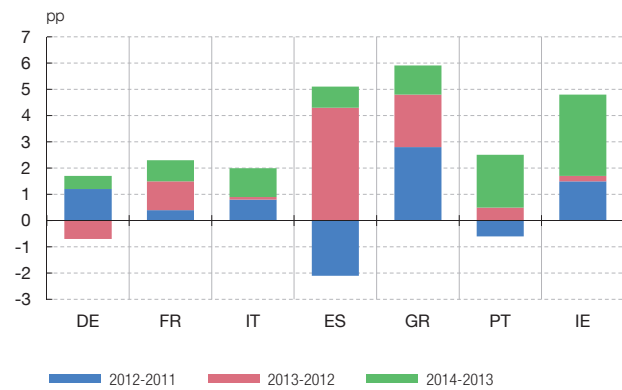


FUENTE: Banco Central Europeo.

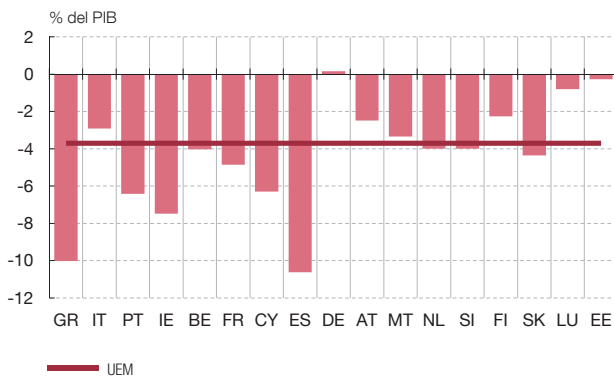
DÉFICIT (-) / SUPERÁVIT (+) PÚBLICO



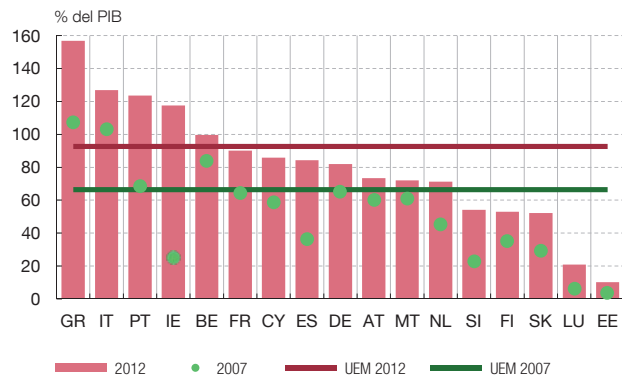
PROGRAMAS DE ESTABILIDAD: VARIACIÓN DEL SALDO PRESUPUESTARIO (c)



SALDO PRESUPUESTARIO EN 2012



DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Programas de Estabilidad y Convergencia, y Comisión Europea.

- a Procedimiento de Déficit Excesivo (hasta 2012) y previsiones de primavera de 2013 de la CE.
- b Previsiones de primavera de 2013 de la CE.
- c Programas de estabilidad elaborados en 2013.

de inflación comenzó a reducirse, de modo que a principios de 2013 se situó por debajo del 2 %. Con todo, las perspectivas a medio plazo se han mantenido en todo momento en magnitudes coherentes con la estabilidad de precios.

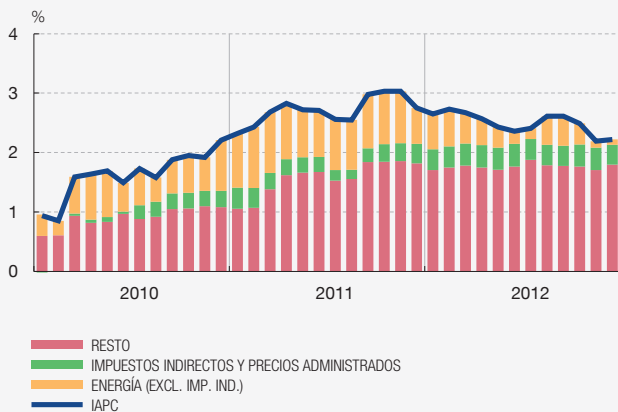
Las tensiones financieras comenzaron a atenuarse en la segunda mitad del año, cuando se despejaron algunas incertidumbres tras la respuesta de las autoridades

La gravedad que alcanzó la crisis dio lugar a respuestas de gran alcance por parte de las autoridades. En primer lugar, como se desarrolla en el epígrafe siguiente, el BCE intensificó su actuación en el ámbito de las medidas no convencionales, como una señal inequívoca de su compromiso con el futuro del euro. En segundo lugar, y como se desarrolla en detalle en el capítulo 2 de este Informe, en la reforma de la gobernanza en la zona del euro se dieron pasos trascendentales hacia una redefinición del proyecto de unión monetaria y un mayor grado de integración. Finalmente, como se explica en el epígrafe tercero de este capítulo, el esfuerzo de los países para corregir los desequilibrios fue una pieza fundamental en el proceso de recuperación de la confianza. La acción conjunta de estos tres factores contribuyó a disminuir las tensiones en los mercados a partir del verano, redujo el riesgo de que se materializasen escenarios extremos y relajó el nivel de las primas de riesgo en los mercados de deuda. No obstante, la situación es todavía muy frágil y está sujeta a importantes retos, como se expone en el epígrafe cuarto.

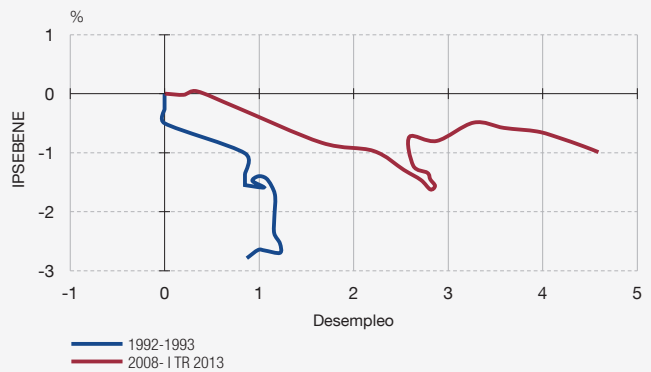
A lo largo de la crisis, y a pesar del elevado grado de holgura de la economía, la inflación del área del euro ha mostrado una notable resistencia a baja. Este comportamiento se observa especialmente en los años 2011 y 2012, en los que la tasa de inflación superó

en muchos meses el 2,5%, impulsada no solo por el encarecimiento de las materias primas y la subida de algunos impuestos indirectos, sino también por el avance de los precios del resto de componentes. Más recientemente, la tasa de crecimiento del

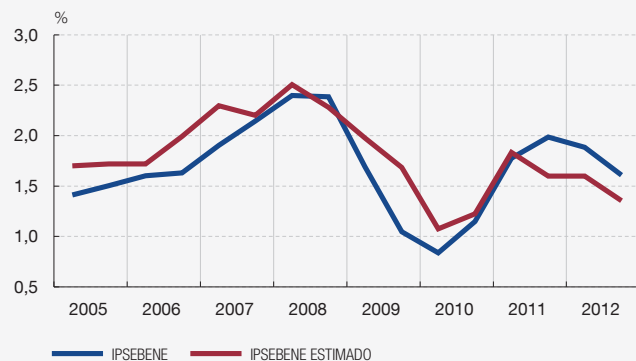
1 CONTRIBUCIÓN DE LA ENERGÍA E IMPUESTOS INDIRECTOS A LA TASA INTERANUAL DEL IAPC



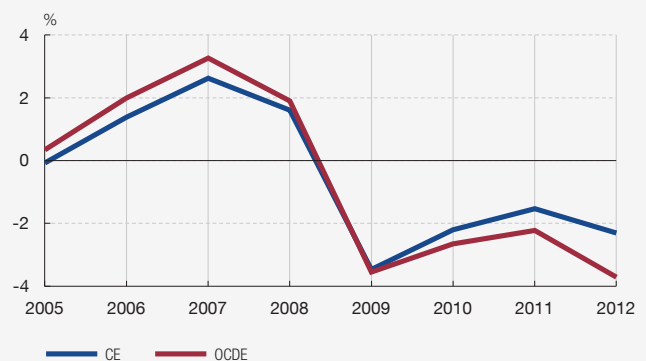
2 INFLACIÓN Y DESEMPLEO EN LAS ÚLTIMAS RECESIONES (a) (Cambio desde el inicio de la recesión, datos trimestrales)



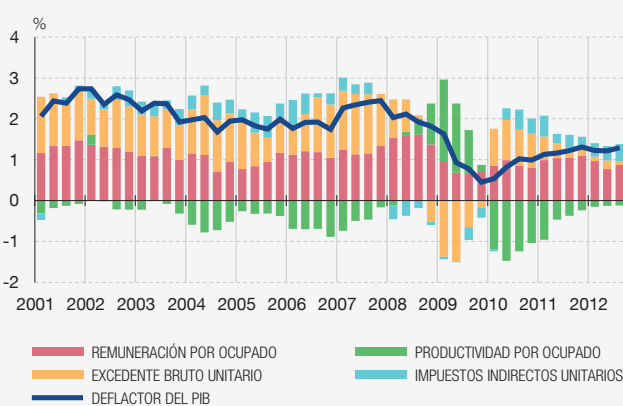
3 ESTIMACIONES DE INFLACIÓN BASADAS EN LA CURVA DE PHILLIPS



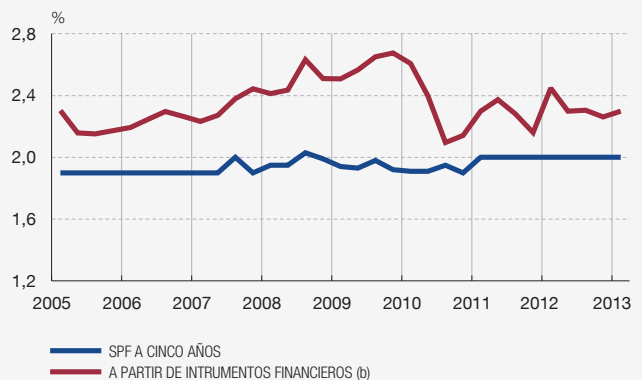
4 ESTIMACIONES DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN



5 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN INTERANUAL DEL DEFLADOR DEL PIB



6 INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO



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

- a La tasa de inflación y desempleo en el inicio de la recesión de 1992-1993 fue del 4,11 % y del 9,63 %, respectivamente, mientras que las correspondientes a la recesión de 2008-1 TR 2013 ha sido del 2,48 % y del 7,32 %.
- b Swaps de inflación. El nivel está sesgado al alza por la influencia de las primas de riesgo.

IAPC ha iniciado una tendencia decreciente, explicada fundamentalmente por la evolución de los componentes más volátiles, si bien la contribución de la inflación sin energía y sin impuestos no ha retrocedido (véase gráfico 1).

La escasa respuesta del ritmo de avance de los precios en los últimos años contrasta con lo observado en la recesión anterior, cuando incrementos modestos del desempleo vinieron acompañados de importantes disminuciones de la inflación (véase gráfico 2). Esta resistencia de la inflación a disminuir también se advierte cuando se compara su evolución con la inflación estimada a partir de una curva de Phillips nekeynesiana, que relaciona el comportamiento de los precios con las expectativas de inflación y el grado de holgura de la economía, y que predice, desde finales de 2010, avances de los precios inferiores a los observados (véase gráfico 3). En la misma línea apuntan estudios recientes que han estimado curvas de Phillips con parámetros cambiantes en el tiempo, concluyendo que la respuesta de la inflación a las variaciones en el desempleo cíclico y a las expectativas ha disminuido en las últimas décadas de forma gradual, especialmente en las economías avanzadas (esto es, detectan un aplanamiento de la curva de Phillips<sup>1</sup>).

Entre los motivos que pueden ayudar a explicar este resultado cabe destacar tres: la incertidumbre sobre el nivel de holgura de la economía, la importancia de las rigideces nominales de precios y salarios, y la adopción de objetivos claramente definidos de estabilidad de precios y la credibilidad de los bancos centrales de las economías desarrolladas.

En primer lugar, cabe destacar la elevada discrepancia metodológica en torno a las mediciones elaboradas por los organismos internacionales sobre el grado de holgura de la economía del área del euro, en un momento de gran incertidumbre como el actual (véase gráfico 6). De esta forma, un nivel de holgura inferior, como resultado de una estimación del crecimiento potencial menor, ayudaría a entender por qué las presiones a la baja sobre los precios han sido reducidas. La posible naturaleza estructural del aumento del desempleo de esta crisis, el incremento de los costes de capi-

tal y la mayor aversión al riesgo de los agentes pueden ser algunos de los factores que justifiquen un nivel de crecimiento potencial de la UEM inferior al estimado por las instituciones y los organismos internacionales (véase gráfico 4). Pero, a su vez, en un entorno más globalizado, la evolución de la inflación de la UEM parece responder cada vez más a determinantes globales, lo que podría ayudar a entender su menor sensibilidad a la evolución de factores internos.

En segundo lugar, el escaso ajuste de precios y salarios ante cambios en los niveles de holgura de la actividad, conocidos como «rigideces nominales», podría ayudar a explicar también la resistencia a la baja de la inflación en un contexto como el actual. A partir de la descomposición del deflactor del PIB, se observa que desde el inicio de la crisis se han registrado variaciones sustantivas en la contribución de la productividad y del excedente bruto de explotación, mientras que la correspondiente a la remuneración por ocupado ha mostrado una evolución mucho más estable (véase gráfico 5). Este comportamiento de los salarios, que podría explicarse por la existencia de rigideces nominales, ayudaría a entender la resistencia a la baja de la inflación subyacente de la UEM. Este resultado es coherente con la evidencia microeconómica reciente, que sugiere que los recortes salariales fueron infrecuentes en la UEM en los inicios de la crisis<sup>2</sup>.

Por último, el firme anclaje de las expectativas de inflación como consecuencia de la mejora en la credibilidad de las instituciones monetarias de las economías avanzadas podría haber contribuido a la estabilidad de la inflación de los últimos años y a una menor respuesta de esta ante cambios del ciclo económico. En esta situación, los agentes económicos perciben que la inflación se mantendrá en el medio plazo dentro del objetivo marcado por la institución monetaria, por lo que tendrán menores incentivos a modificar precios y salarios. En el caso de la UEM, los indicadores habituales tienden a confirmar ese mayor anclaje de las expectativas (véase gráfico 6), al tiempo que los componentes menos volátiles de la inflación han tendido a estabilizarse en registros relativamente compatibles con la definición de estabilidad de precios que rige el comportamiento del BCE.

1 Véase World Economic Outlook (2012), *The dog that didn't bark: Has Inflation been muzzled or was it just sleeping?*, Fondo Monetario Internacional, capítulo 3.

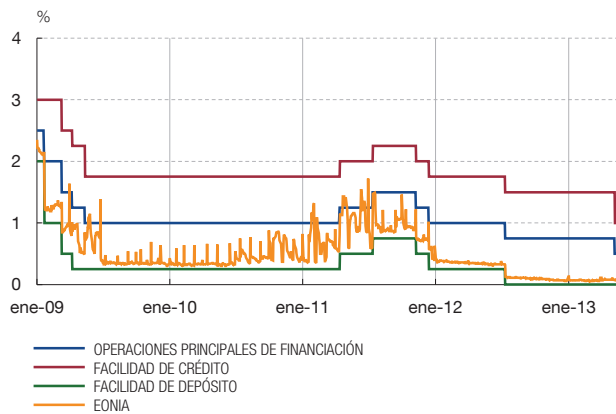
2 Véase Mesina y Rødm (2010), *Downward Wage Rigidity During the Economic Crisis*, Wage Dynamics Network (BCE), mimeo.

## 2 La actuación del BCE

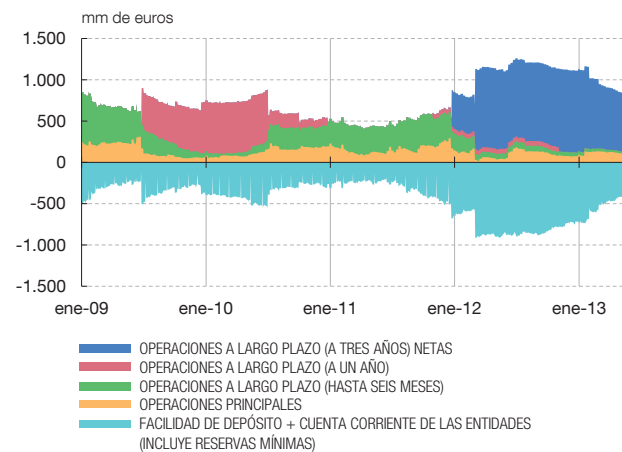
El BCE mantuvo una orientación expansiva de la política monetaria...

El BCE mantuvo en 2012 una orientación expansiva de la política monetaria que conllevó, entre otras medidas, una reducción adicional de los tipos oficiales en julio, hasta situar el de las operaciones principales de financiación (OPF) en el 0,75 %. Con ello, la remuneración de la facilidad de depósito alcanzó un valor nulo, al que se aproximó el tipo de interés interbancario a un día eonia (véase gráfico 4.5). En mayo del año en curso el Consejo de Gobierno del BCE volvió a relajar el tono de la política monetaria, reduciendo el tipo de las OPF hasta el 0,5% y dejando inalterado el de la facilidad de depósito.

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EONIA



OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA



FUENTE: Banco Central Europeo.

... que siguió apoyándose en el uso de medidas no convencionales...

Las tensiones y la fragmentación de los mercados financieros determinaron que el BCE mantuviera las principales medidas no convencionales instrumentadas desde el principio de la crisis, atendiendo toda la demanda de liquidez en sus subastas a tipo fijo —procedimiento que se mantendrá, al menos, hasta mediados de 2014— y atenuando los riesgos de refinanciación del sector bancario con operaciones a plazos extraordinarios, que llegaron hasta los tres años. Estas medidas contribuyeron a relajar las tensiones en los mercados de financiación mayorista bancarios.

... siendo algunas de ellas de nuevo cuño

La intensificación de la crisis a partir de la primavera y las dudas crecientes sobre la propia continuidad del proyecto de la UEM llevaron al BCE a ampliar su foco de actuación, habilitando nuevos instrumentos para contrarrestar estos temores y contribuir a restaurar la eficacia y la unicidad de la política monetaria. En una intervención pública sin precedentes el presidente del BCE señaló, el 26 de julio de 2012, la disposición de la entidad a tomar, dentro del ámbito de su mandato, todas las medidas necesarias para atajar la crisis sistémica y salvaguardar la moneda única. Este compromiso se concretó en el Consejo del Gobierno de septiembre, con la introducción de un programa de compras en los mercados de deuda soberana sujetas al cumplimiento de una condicionalidad estricta, denominado «Operaciones Monetarias de Compraventa» (OMC, u OMT, por sus siglas en inglés). Las OMC —siempre en los mercados secundarios y sin límites cuantitativos explícitos— se materializarían en valores con un plazo de amortización residual de entre uno y tres años, cuyas rentabilidades están más vinculadas al tono de la política monetaria, siendo, además, en este segmento donde más severas habían sido las distorsiones derivadas de los temores sobre la reversibilidad del euro.

El requisito de condicionalidad de las OMC es clave para que los países receptores continúen su proceso de reformas

Las OMC llevan aparejada una estricta condicionalidad para evitar que se distorsionen los incentivos de los Gobiernos a profundizar en la disciplina fiscal y en las reformas estructurales, elementos indispensables para la corrección de los desequilibrios, la recuperación del dinamismo económico y, en definitiva, la reducción sostenible de las primas de riesgo. En concreto, la activación de las OMC requiere que el Estado miembro afectado solicite previamente asistencia financiera a los mecanismos de estabilidad disponibles, a través de un programa completo de ajuste macroeconómico o de un programa precautorio, que incluya en cualquier caso la posibilidad de compras de deuda pública en el mercado primario. En el caso de los países que en el momento del

anuncio ya se encontraban bajo un programa de asistencia financiera, las OMC podrán activarse cuando recuperen el pleno acceso a los mercados. Para que estas actuaciones no supongan un riesgo de exclusión de los mercados financieros del país afectado, el BCE acepta recibir el mismo trato (*pari passu*) que el de los acreedores privados y, en todo caso, se reserva la facultad de dar por finalizado el programa en el momento en que el apoyo ya no sea necesario o en caso de que los países beneficiarios incumplan las condiciones exigidas.

Los mercados financieros reaccionaron muy favorablemente al anuncio de las OMC...

El anuncio de las OMC tuvo un impacto positivo sobre los mercados financieros y, en particular, sobre su grado de fragmentación. El programa, que no ha llegado a activarse, actuó como un elemento disuasorio, contrarrestando los elementos más especulativos y atenuando la percepción del riesgo de redenominación. Ello conllevó una mejora en las condiciones de acceso a la financiación por parte del sistema bancario que permitió una reducción del recurso al Eurosistema, lo que se fue reflejando en la devolución anticipada —en torno a un tercio hasta abril de 2013— de los fondos captados en las subastas a tres años. A pesar de esta mejoría, como se ilustra en el recuadro 4.1, el tono acomodaticio de la política monetaria siguió sin trasladarse al coste de la financiación minorista de algunas economías.

... y al efecto combinado de las actuaciones de algunos Estados y del nuevo rumbo de la reforma de la gobernanza en la zona del euro

La mejora de los mercados fue también el resultado del efecto combinado de las actuaciones de los Estados en el ámbito fiscal y estructural, y especialmente del nuevo rumbo que adquirió la reforma de la gobernanza en la zona del euro con el propósito de superar las limitaciones de su configuración institucional, tal y como se analiza en profundidad en el capítulo 2 de este Informe.

### 3 Evolución de los desequilibrios y perspectivas macroeconómicas

Las economías que acumularon graves desequilibrios antes de la crisis están experimentando un proceso de ajuste severo...

Aquellos países que acumularon graves desequilibrios en los años previos a la crisis están inmersos en un proceso de ajuste profundo, desarrollado en un entorno de condiciones económicas muy adversas. El encarecimiento de la financiación y la disminución —incluso reversión en algunos períodos— de las entradas de capital en estas economías han obligado a que el gasto interno tuviera que acomodarse a la capacidad de generación de renta de cada país y a la necesidad de reducir los elevados niveles de endeudamiento, dando lugar a retrocesos intensos de la demanda interna y de las importaciones (véase gráfico 4.6).

... favoreciendo, junto con las ganancias de competitividad, la corrección de los déficits de la balanza por cuenta corriente

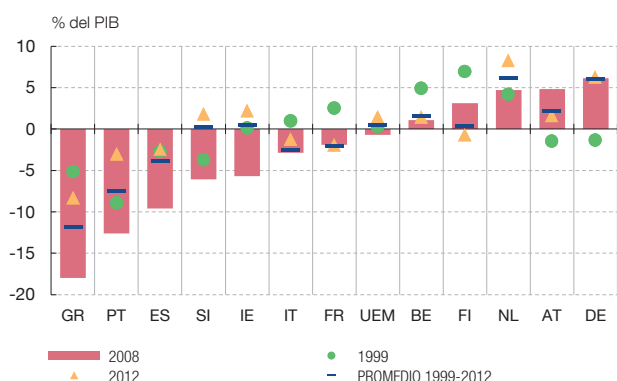
La drástica caída de las importaciones, junto con la favorable evolución de las exportaciones, permitió una corrección sustancial de los saldos de la balanza por cuenta corriente. La intensificación de las reformas estructurales en algunos países durante este período de crisis pudo impulsar ganancias de competitividad al favorecer la moderación salarial, si bien gran parte de esta mejora está siendo el resultado de un incremento de la productividad del trabajo derivado de la destrucción de empleo. La debilidad del empleo estaría alentando cierta reactivación de los flujos migratorios hacia el exterior en algunos países, con destino (al menos, en parte) a aquellos países de la UEM —como Alemania y Austria— donde el mercado laboral mantiene un mayor dinamismo (véase gráfico 4.6).

Los indicadores de especialización productiva muestran cierta recomposición sectorial

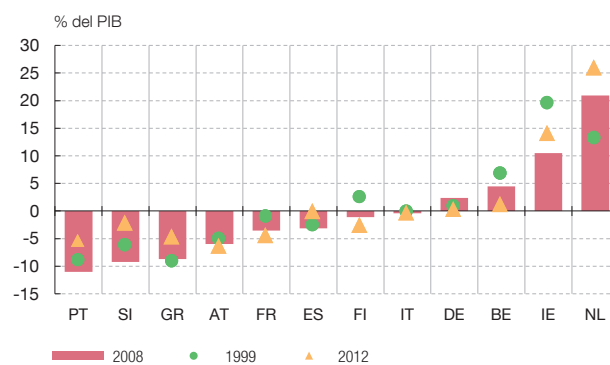
Del mismo modo, los indicadores de especialización productiva de la mayoría de las economías que acumularon déficits de balanza de pagos revelan cierta recomposición sectorial, con un retroceso de la importancia del sector de la construcción en favor de un mayor peso del valor añadido de la industria —aunque ambos registraron tasas negativas—.



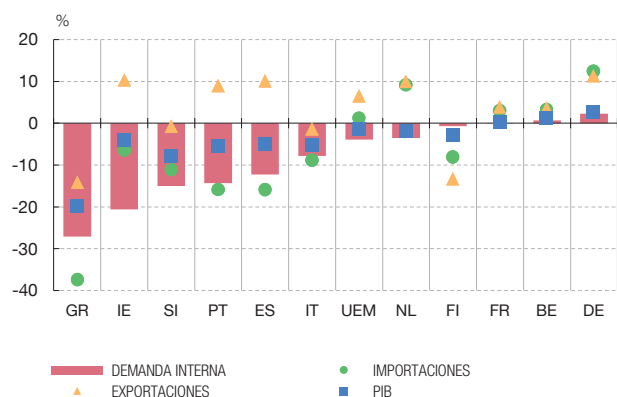
SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



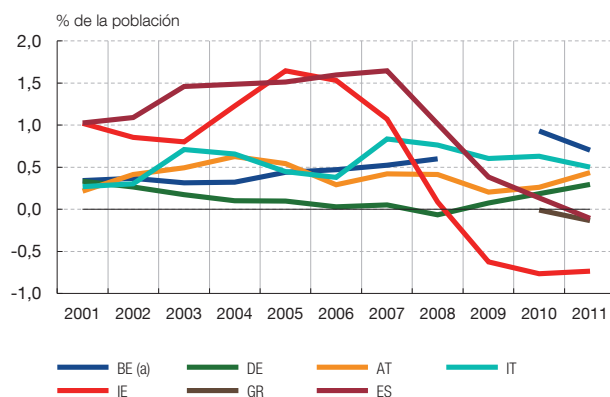
SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL DE BIENES INTRA-UEM



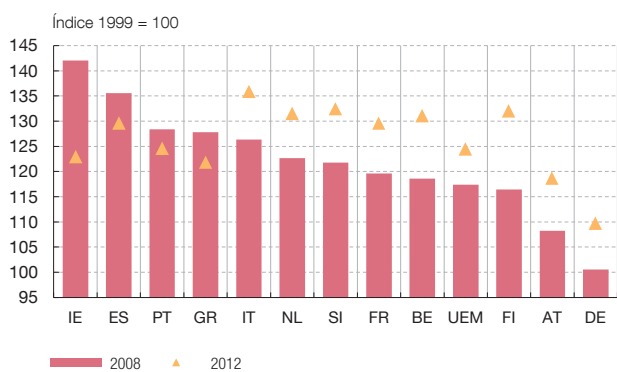
DEMANDA INTERNA, IMPORTACIONES, EXPORTACIONES Y PIB VARIACIÓN 2008-2012



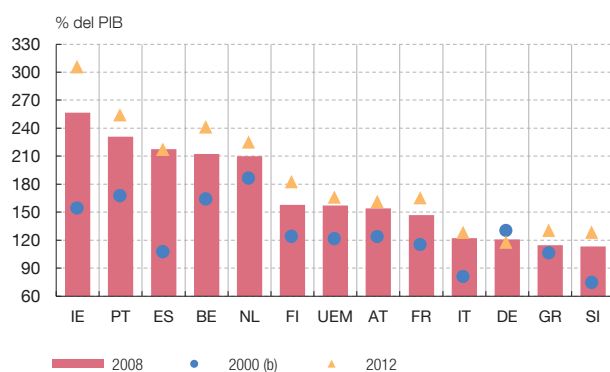
FLUJOS MIGRATORIOS NETOS



COSTES LABORALES UNITARIOS TOTAL ECONOMÍA



ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

a Dato no disponible para 2009.  
b 2004 en el caso de Eslovenia (SI).

El endeudamiento privado se redujo de manera muy lenta...

La progresiva mejora de la balanza de pagos permitió una estabilización de la deuda exterior neta en los elevados niveles alcanzados, con la excepción de Grecia, donde la reestructuración de la deuda pública ha originado cierta corrección a la baja. A pesar de la reducción de los préstamos al sector privado, la atonía de los ingresos ha impedido una disminución del endeudamiento en términos relativos a la renta en los países deficitarios.

... mientras que la deuda pública se incrementó con fuerza como consecuencia del efecto de la crisis sobre las finanzas públicas

Los países con superávit solo contribuyeron de manera limitada al reajuste de los desequilibrios

La corrección de los desequilibrios en los países deficitarios seguirá restando impulso a la demanda, pero es imprescindible para establecer una base sólida de crecimiento

Para el conjunto del área del euro, las perspectivas disponibles anticipan un nuevo retroceso de la actividad en 2013...

... con riesgos predominantemente a la baja

En cambio, la deuda pública aumentó sustancialmente por la magnitud de los déficits públicos, a pesar del esfuerzo significativo de consolidación fiscal, y por las medidas de asistencia al sistema financiero. Con las perspectivas disponibles de evolución de la actividad y el déficit público, la ratio de deuda pública en estos países se estabilizaría en valores muy por encima de los umbrales considerados en el reforzado Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La contribución de los países con exceso de ahorro al reajuste de los desequilibrios fue limitada y se materializó en una ligera disminución de su superávit comercial intra-UEM entre 2008 y 2012. Aunque este comportamiento vino ocasionado, en buena parte, por la reducción de las ventas a los países deficitarios, también obedeció a una recuperación de las importaciones procedentes de estos. El aumento de sus costes laborales unitarios relativos, ligado al incremento de los salarios y al retroceso de la productividad, contribuyó a estos resultados. En el caso de Bélgica y Alemania, esta situación fue compatible con una mejora del saldo de bienes extra-UEM, lo que sirvió, indirectamente, como sostén de la actividad en el conjunto de la UEM.

El todavía elevado nivel de los pasivos de las economías deficitarias tiene implicaciones negativas para sus perspectivas económicas en el actual contexto de fragmentación de los mercados financieros. El proceso de desapalancamiento que han de afrontar en los próximos años los sectores público y privado seguirá suponiendo una rémora para la demanda interna, y el servicio de la deuda exterior dará lugar a un drenaje continuado y considerable de recursos financieros.

No obstante, como refleja el análisis en profundidad llevado a cabo por la Comisión en el mes de abril en el contexto del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, la superación de esos desequilibrios es imprescindible para asentar las bases de una recuperación sostenida de la actividad. La CE ha detectado desequilibrios que requieren seguimiento y acciones de política económica en 12 de los 14 Estados miembros identificados por el mecanismo de alerta temprana, mientras que en los dos restantes —España y Eslovenia— los desequilibrios han sido calificados como excesivos y el curso futuro de acción ha quedado pendiente de la valoración que se haga en mayo de los Programas Nacionales de Reforma y de Estabilidad.

En este contexto, y para el conjunto del área del euro, las previsiones disponibles anticipan un nuevo retroceso de la actividad en el ejercicio en curso. El PIB iniciaría una recuperación moderada a mediados del año, apoyándose, principalmente, en la mejora de las perspectivas económicas globales y en el tono acomodaticio de las condiciones de financiación, propiciada por las medidas de política monetaria en un entorno de ausencia de tensiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria.

Este escenario, no obstante, es frágil y está sujeto a numerosos riesgos, predominantemente a la baja. En particular, no se pueden descartar un menor impulso del contexto internacional o un tensionamiento adicional de los mercados financieros europeos. Más a medio plazo, la destrucción de la capacidad productiva de algunas economías, derivada de una crisis tan intensa y prolongada como la actual, puede haber tenido efectos negativos sobre su potencial de crecimiento y entorpecer, por lo tanto, la corrección de los elevados niveles de endeudamiento público y privado que aún persisten en muchos países.

#### 4 Los retos de política económica

Para responder a los retos que plantea la crisis se requieren esfuerzos por parte de las autoridades económicas en varios ámbitos

La contribución de la política monetaria para superar la crisis sigue siendo muy relevante

El principal reto de gobernanza de la zona del euro es el avance decidido hacia una unión bancaria completa y hacia una mayor integración económica

El nuevo marco de gobernanza puede ayudar a coordinar el impulso reformador

Para responder a los retos que plantea esta situación de crisis se requieren esfuerzos por parte de las autoridades económicas en diferentes ámbitos. Las políticas nacionales deben intensificar los esfuerzos encaminados a corregir los desequilibrios y a flexibilizar las economías, especialmente en aquellos casos más afectados por las tensiones financieras. Por su parte, las instituciones europeas deben avanzar con mayor decisión en el proceso de revisión del diseño institucional de la UEM que se ha puesto en marcha, así como en la instrumentación de políticas europeas favorecedoras del crecimiento. El proceso se beneficiará también de la política de provisión generosa de liquidez del BCE y del amplio abanico de medidas no convencionales desplegado para mantener el tono expansivo de la política monetaria que se requiere en las presentes circunstancias.

En un contexto en el que la inflación podría mantenerse de modo prolongado por debajo del objetivo de estabilidad de precios, la orientación expansiva de la política monetaria seguirá contribuyendo a recuperar el crecimiento y a activar el gasto privado. El despliegue de los instrumentos no convencionales de política monetaria ha ayudado a frenar los procesos de fragmentación y renacionalización de los mercados financieros, pero para conseguir que el crédito fluya hacia las actividades productivas resulta clave que los Gobiernos completen la recapitalización y la reestructuración de las entidades con dificultades y avancen en el proyecto de la unión bancaria.

Durante los cinco años de crisis se han ido implementando medidas de gobernanza de carácter excepcional muy focalizadas en la resolución de las dificultades que han ido surgiendo. Pero ahora se plantea la necesidad de avanzar con decisión hacia un nuevo diseño de la unión monetaria que evite la repetición de crisis como la actual y refuerce la confianza en la continuidad del proyecto. Es necesario transitar hacia una UEM que comprenda una mayor integración económica y una unión bancaria completa, con una supervisión común y un mecanismo único de resolución de entidades, que descansa en un marco regulatorio claro y transparente y que esté dotada de mecanismos que permitan compartir riesgos cuando alguno de los socios se enfrenta a dificultades.

La mayor integración económica se beneficiaría también de una cierta armonización fiscal que eliminara las distorsiones generadas por algunos impuestos que favorecen el flujo de recursos hacia actividades menos productivas o el desplazamiento de los beneficios. No se debe olvidar que esta ausencia de armonización impositiva ha generado durante la crisis reticencias a la hora de establecer los mecanismos de solidaridad que el sistema requiere. La iniciativa europea para la homogeneización de las bases impositivas en el impuesto de sociedades constituye uno de los primeros avances en este sentido. La movilidad del factor trabajo entre los países de la UEM, otro aspecto clave, podría impulsarse mitigando o eliminando las trabas aún existentes, favoreciendo el reconocimiento de las cualificaciones y la colaboración de los servicios de empleo, así como la transferibilidad de los derechos sociales adquiridos y, en particular, de las pensiones públicas. Por otra parte, resulta necesario analizar y eliminar las barreras que hacen que dentro de la UEM la inversión empresarial mantenga un sesgo nacional mayor que el observable en otras uniones monetarias o federaciones, lo que limita la actuación de los mecanismos de mercado que permiten compartir riesgos en caso de perturbaciones de carácter asimétrico.

En el mantenimiento y la coordinación del impulso reformador deben desempeñar un papel relevante los nuevos instrumentos de supervisión de las políticas económicas nacionales creados en el marco del proceso de reforma de la gobernanza en el área del euro: el Semestre Europeo, el Pacto por el Euro Plus y el Procedimiento de Desequilibrios

Macroeconómicos, y el nuevo Instrumento para la Convergencia y la Competitividad propuesto por la CE en marzo de 2013, que introduce la posibilidad de firmar contratos de reforma entre los países de la zona del euro y las instituciones europeas, con incentivos financieros para su implementación.

A escala nacional, la política fiscal deberá avanzar en la consolidación presupuestaria a la vez que minimiza sus efectos negativos sobre el crecimiento

A escala nacional, la política fiscal deberá conjugar planes de consolidación presupuestaria ambiciosos y creíbles, que permitan reconducir los elevados niveles de deuda, con la minimización de sus efectos desfavorables a corto plazo sobre el crecimiento. La necesidad de afrontar los retos asociados a la evolución de la demografía y de conducir el endeudamiento hacia niveles que no obstaculicen el crecimiento justifica el mantenimiento de políticas fiscales contractivas y una revisión de los sistemas de pensiones y sanitarios, así como de los marcos institucionales en que se desenvuelven las Administraciones Públicas. Sin embargo, en algunas economías —como Alemania— la mejora de la situación presupuestaria otorga un mayor margen de maniobra para que la política fiscal ejerza una acción estabilizadora e impulse el crecimiento en el conjunto del área.

El impulso reformador del mercado de trabajo debe mantenerse...

Durante los últimos años, la mayoría de los países afectados por los desequilibrios han introducido reformas en sus mercados laborales y en los sistemas de negociación colectiva. No obstante, la magnitud de los retos que estos países han de afrontar aconseja mantener y profundizar el impulso reformador mediante el refuerzo de las políticas activas de empleo que incrementen la formación de los trabajadores para facilitar su desplazamiento hacia sectores en expansión y faciliten la reasignación de recursos hacia las nuevas oportunidades de negocio que puedan surgir cuando se reactive la demanda.

... así como la insistencia en la liberalización de las actividades, en la mejora del entorno empresarial y en las políticas de impulso a la innovación y de mejora de los sistemas educativos

Por otra parte, para lograr una mayor competencia en los mercados de bienes y, muy especialmente, de servicios, es deseable una mayor insistencia en la liberación de las actividades de servicios y en la mejora del entorno empresarial. En este sentido, la Directiva de Servicios preveía que los países culminasen su aplicación a lo largo de 2009. Sin embargo, según la CE, el grado de implementación real es muy heterogéneo por países y en algunos casos —Chipre, Grecia, Portugal, España y Francia— se podrían introducir medidas adicionales de liberalización favorables al crecimiento. Por otra parte, aunque en los últimos años se han producido avances notables en la eliminación de barreras administrativas que impiden la creación de nuevas empresas, todavía hay mucho margen para aplicar medidas de mejora del entorno empresarial, especialmente en Grecia y Portugal. Asimismo, sigue siendo un objetivo prioritario el incremento de la productividad mediante políticas de impulso de la innovación y de mejora de los sistemas educativos, aspectos en los que estas economías acumulan desfases notables.

Los países con exceso de ahorro también pueden intensificar su contribución al ajuste eliminando las barreras que impiden un comportamiento más dinámico de su inversión

La corrección de los desequilibrios se vería facilitada también si los países con superávit fomentaran un mayor crecimiento de su demanda. De acuerdo con la CE, la divergencia en las balanzas por cuenta corriente acumuladas entre los países de la UEM en el período anterior a la crisis es debida, en su mayor parte, a un comportamiento diferenciado de las importaciones y de la demanda interna de estos países, mientras que las exportaciones no muestran discrepancias tan elevadas. Aunque la atonía de la demanda de estos países refleja en parte una elevada propensión al ahorro que puede estar condicionada por factores demográficos o ser reflejo de una elección social, también se aprecia una debilidad de la inversión productiva, muy acusada en algunas actividades de servicios, que limita el potencial de crecimiento de esas economías.

Está previsto que Irlanda y Portugal vuelvan a financiarse en los mercados a lo largo de 2013

Por último, en 2013 los Gobiernos de Irlanda y Portugal deberán ser capaces de cubrir sus necesidades financieras a medio y largo plazo mediante la apelación al mercado. En concreto, en el caso de Irlanda, dicho retorno a los mercados se producirá con la conclusión del programa en noviembre. La evolución de la incertidumbre en el conjunto de la UEM y de la situación económica determinará la conveniencia de habilitar medidas para facilitar una transición suave.



## 5 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La recesión en la que entró la economía española en la segunda mitad de 2011 se prolongó durante el conjunto de 2012, con una intensidad superior que en la UEM, dando lugar a un retroceso del PIB del 1,4 % (véase gráfico 5.1). Los factores que subyacen a la situación de doble recesión de la economía española son muy complejos, como se analiza en el capítulo 1 de este Informe, aunque en 2012 habría que destacar como elemento diferencial la grave crisis de financiación exterior que desencadenó el repunte de las tensiones en la UEM en la primera parte del año. Como ha venido siendo habitual en los últimos años, el componente exterior fue el único que contribuyó positivamente a la demanda total en 2012, con una aportación neta al PIB de 2,5 pp, ligeramente superior a la registrada un año antes. Sin embargo, la debilidad del gasto privado, tanto del componente correspondiente a los hogares como a las sociedades, y del gasto público determinaron un fuerte retroceso de la demanda nacional, que cayó casi 4 pp, lo que supuso una contracción dos veces superior a la registrada en 2011.

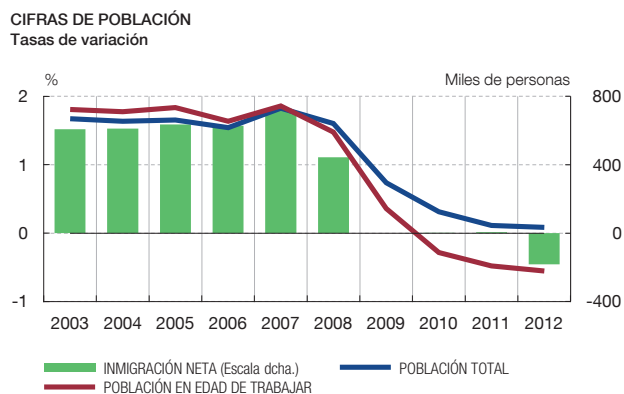
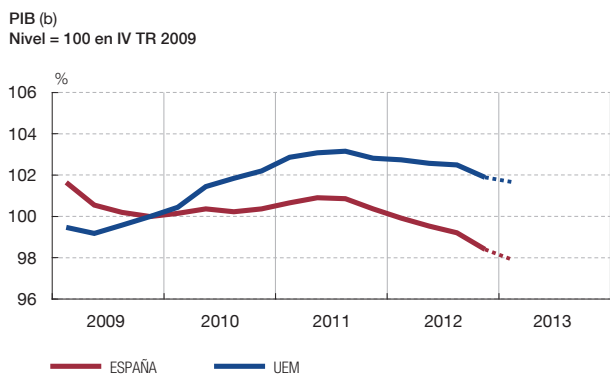
La notable divergencia entre los componentes interno y externo de la demanda puesta de manifiesto durante 2012 reflejó, a su vez, la intensidad de los ajustes en marcha en la economía española. La caída de sus rentas reales, afectadas negativamente por la debilidad del mercado de trabajo y las alzas en la imposición directa e indirecta, y el elevado grado de endeudamiento de los hogares, ejercieron una presión contractiva sobre el consumo de estos agentes, que fue especialmente intensa en la parte final del año, cuando se concentraron algunas de las principales medidas de ajuste fiscal con impacto directo en la capacidad de gasto real de las familias. La inversión empresarial, por su parte, siguió mostrando un tono de extrema debilidad, en un contexto en el que, por un lado, las condiciones de acceso a la financiación continuaron siendo restrictivas y, por otro lado, el alto grado de infrautilización de la capacidad instalada y la elevada incertidumbre no favorecieron el emprendimiento de nuevos proyectos inversores. Como ya sucediera en 2011, el gasto público tampoco pudo contribuir a suavizar el retroceso del consumo y la inversión privada y, de hecho, se contrajo con intensidad, severamente constreñido por las necesidades de consolidación fiscal.

La fuerte contracción de las importaciones y el nuevo avance en las ventas al exterior, aunque más moderado que el año precedente, por la atonía de las exportaciones al área del euro, supusieron un importante efecto amortiguador de la caída del PIB en 2012. De este modo, en el caso de las exportaciones, las ganancias en competitividad, apoyadas en la moderación de los costes laborales unitarios, y la mayor propensión de las empresas españolas a acceder a los mercados internacionales se revelaron como los elementos de soporte más sólidos de la economía española en esta nueva fase recesiva. Como resultado de este comportamiento del sector exterior, las necesidades de financiación del conjunto de la nación para 2012 se situaron muy cerca del equilibrio, tras registrar una capacidad de financiación en la segunda mitad del año.

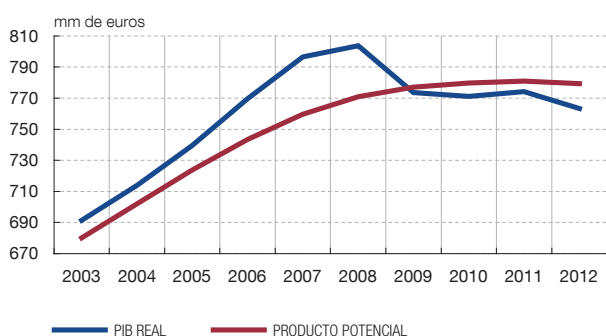
En el ámbito del mercado laboral, durante 2012, el empleo registró un descenso muy acusado, del 4,4 %, sensiblemente superior al observado un año antes, lo que vino explicado, fundamentalmente, por la fuerte atonía del flujo de creación de nuevos empleos. Además, por primera vez desde el inicio de la crisis, en 2012, las ramas de no mercado experimentaron un retroceso del empleo como consecuencia de los planes de reducción del número

CARACTERIZACIÓN DEL CICLO ACTUAL (a)

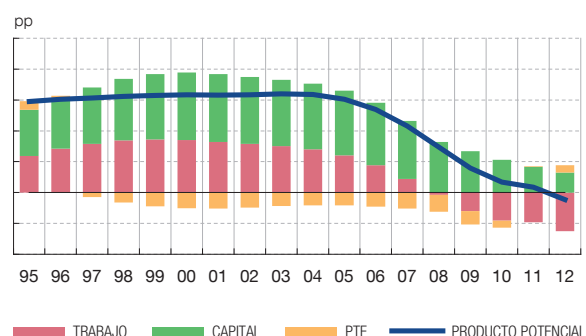
GRÁFICO 5.1



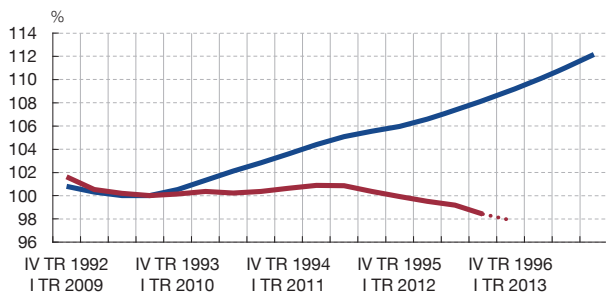
PRODUCCIÓN OBSERVADA Y POTENCIAL DE LA ECONOMÍA



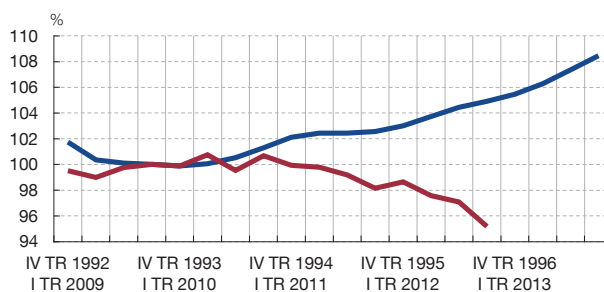
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA



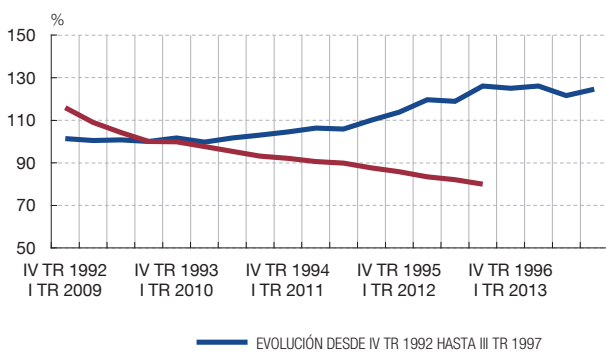
PIB DE ESPAÑA (b) (c)



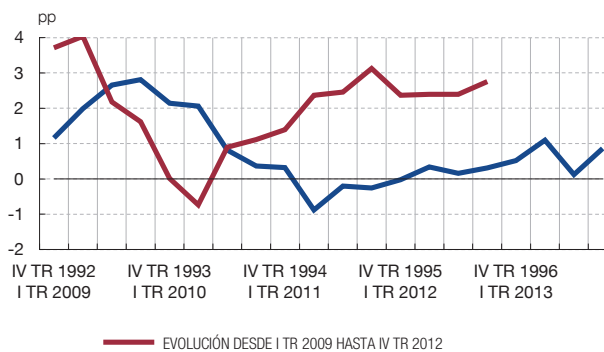
CONSUMO PRIVADO (b)



INVERSIÓN EN VIVIENDA



CONTRIBUCIONES DE LA DEMANDA EXTERIOR AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las variables de Contabilidad Nacional están expresadas en términos reales.
- b El dato de I TR 2013 se corresponde con la estimación de avance.
- c Nivel 100 en III TR 1993 y en IV TR 2009, respectivamente.



de empleados públicos. Por su parte, la intensificación del flujo de salida de población extranjera propició que la población activa descendiese ligeramente, iniciando así una trayectoria que se prevé que continúe en 2013. El elevado grado de deterioro del mercado de trabajo impulsó un mayor ajuste a la baja de los salarios durante el pasado año, lo que se vio favorecido por el nuevo marco legal que permite alcanzar un mayor alineamiento de los salarios a las condiciones específicas de las empresas y cuyo aprovechamiento es necesario para revertir la tendencia negativa del empleo y fortalecer la competitividad de la economía española.

## 1 Las condiciones monetarias y financieras

Las tensiones financieras se recrudecieron durante los meses centrales del año. La respuesta dada por las autoridades europeas y nacionales consiguió detener la espiral negativa, si bien la incertidumbre no se ha despejado completamente y...

Las condiciones de financiación en los mercados mayoristas a finales de 2011, que ya venían siendo estrictas, se endurecieron significativamente durante los meses centrales de 2012, cuando las cifras de cierre de las cuentas públicas del año anterior, la crisis de Bankia y el riesgo de redenominación asociado a una eventual ruptura del área del euro derivaron en una profunda pérdida de confianza de los inversores. Así, las rentabilidades y las primas de riesgo de los valores emitidos por los distintos sectores residentes aumentaron y las cotizaciones bursátiles descendieron, mientras que los no residentes redujeron en forma cuantiosa sus posiciones en nuestro país (véase gráfico 5.2), lo que solo pudo ser contrarrestado mediante una elevada apelación a la financiación del Eurosistema. La ya analizada reacción de las autoridades europeas y nacionales contribuyó a detener la espiral negativa de los mercados. Se inició, de este modo, un proceso de alivio progresivo de las tensiones, que se reflejó en una corrección a la baja de las primas de riesgo de los activos nacionales, incluida la deuda soberana, una recuperación de los índices bursátiles y la entrada de fondos procedentes del exterior. No obstante, persiste un grado notable de incertidumbre y las condiciones de financiación en los mercados mayoristas siguen siendo bastante más estrictas de lo que se correspondería con el tono acomodaticio de la política monetaria única.

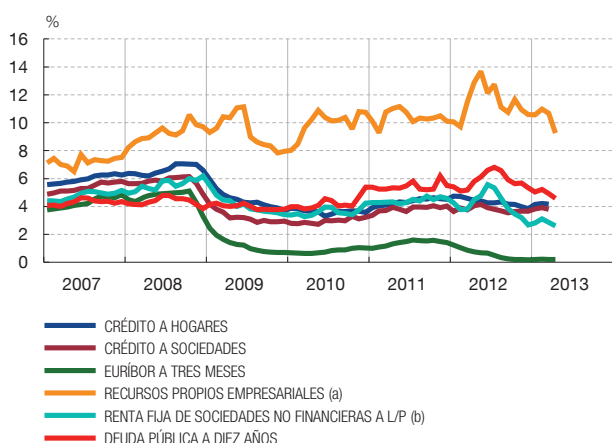
... las condiciones de financiación de los hogares y las sociedades siguen siendo muy restrictivas

En este contexto, las entidades endurecieron ligeramente los criterios de concesión de nuevos préstamos, de modo que estos siguieron siendo muy restrictivos. Asimismo, los problemas de fragmentación de los mercados financieros impidieron que la orientación expansiva de la política monetaria se trasladara plenamente a los costes de los fondos de las familias y empresas, que se redujeron en menor medida que las rentabilidades interbancarias. En el caso de las sociedades, se amplió la divergencia entre los tipos de interés de los préstamos de menor importe (menos de 250.000 euros, utilizados habitualmente por las pymes) y los de mayor cuantía (más de 1 millón de euros). Por otro lado, el coste de las fuentes alternativas de financiación para las sociedades (valores de renta fija y variable) se incrementó en la primera mitad del año y descendió posteriormente, excepto el de pagarés, que cayó durante gran parte del ejercicio, aunque repuntó en los meses finales.

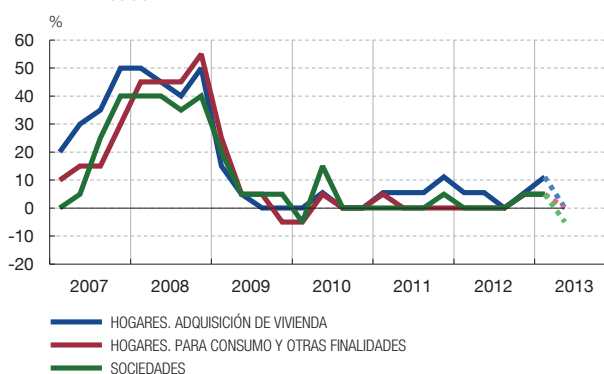
Se acentuó el descenso en el precio de la vivienda, contribuyendo a un nuevo retroceso de la riqueza de las familias

A lo largo del pasado ejercicio se intensificó la caída del precio de la vivienda, que, según los datos del Ministerio de Fomento, alcanzó el 10% a finales de 2012 (frente al 6,8% de 2011). En términos reales, este activo se abarató un 12,8% en el año, lo que implica una pérdida de valor del 34,4% desde el comienzo del proceso de ajuste en el segundo trimestre de 2008. Esta tendencia ha continuado en los meses iniciales de este año a un ritmo ligeramente más atenuado. El IBEX 35, por su parte, mostró un importante retroceso (del 30%) entre el cierre de 2011 y el 24 de julio de 2012, fecha de tensión financiera extrema, evolución que revertió posteriormente (desde entonces y hasta la fecha de cierre de este Informe, el IBEX acumula una ganancia del 44%). En conjunto, los descensos en los precios de los activos reales y financieros supusieron nuevas disminuciones en la riqueza de las familias.

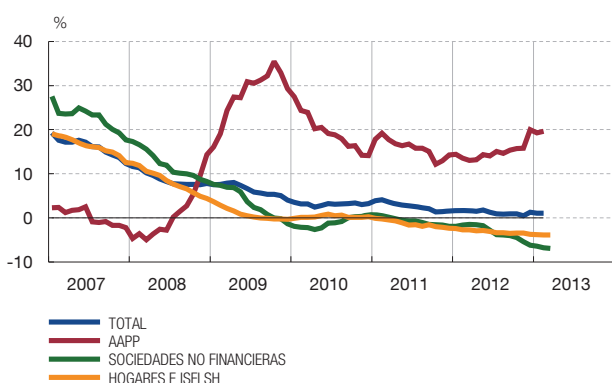
COSTE DE FINANCIACIÓN



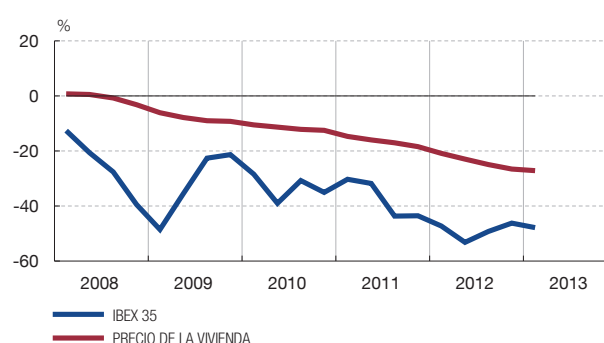
VARIACIONES DE LAS CONDICIONES DE OFERTA EN PRÉSTAMOS BANCARIOS (c) (d)



CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA FINANCIACIÓN



PRECIOS DE LOS ACTIVOS  
Variación acumulada desde 2007



FUENTE: Ministerio de Fomento, Datastream, MSCI Blue Book y Banco de España.

- a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- b El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
- c Indicador = % de entidades que señalan un endurecimiento considerable  $\times$  1 + % de entidades que señalan cierto endurecimiento  $\times$  1/2 - % de entidades que señalan una cierta relajación  $\times$  1/2 - % de entidades que señalan una relajación considerable  $\times$  1.
- d La línea discontinua indica las previsiones realizadas el trimestre anterior por las entidades encuestadas.

El proceso de desapalancamiento del sector privado continuó avanzando lentamente, dada la debilidad de las rentas

El proceso de desapalancamiento del sector privado no financiero prosiguió en 2012, impulsado por la contracción de su deuda, que se acentuó con respecto a 2011. La debilidad de las rentas volvió a limitar el ajuste a la baja de los ratios de endeudamiento de empresas y familias, que siguió siendo muy lento, especialmente en el caso de los hogares, pauta que ha proseguido en la parte transcurrida de 2013. En el corto y medio plazo, esta corrección, que es una condición necesaria para la recuperación sostenida de la demanda interna, seguirá apoyándose en la reducción de los pasivos, lo que continuará frenando el potencial de gasto de estos agentes.

## 2 Las políticas económicas

### 2.1 LA POLÍTICA FISCAL

El año 2012 presentaba retos sustanciales en relación con la política presupuestaria,

Tras el desbordamiento de los objetivos de déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) para 2011, el año 2012 presentaba retos sustanciales en materia de política fiscal, acentuados por la incertidumbre asociada a la celebración de elecciones en noviembre de 2011 y la consiguiente prórroga presupuestaria. Asimismo, la política presupuestaria estuvo condicionada por la necesidad de reducir el déficit público de acuerdo con los compromisos europeos, que fueron modificados tras la decisión del Consejo Europeo de julio de 2012 de extender en un año el plazo en el que España debería situar el déficit público

dada la magnitud del ajuste fiscal pendiente

por debajo del 3 % del PIB (hasta 2014), lo que llevó a establecer una nueva senda de reducción del déficit que fijó el objetivo para 2012 en el 6,3 % del PIB.

Ante el imperativo de afrontar una corrección del déficit muy significativa, el nuevo Gobierno adoptó a finales de 2011 un primer paquete de ajuste, basado, sobre todo, en incrementos impositivos y en el establecimiento de límites a las disponibilidades de gasto del Estado. Esta primera actuación se complementó con medidas adicionales que se fueron instrumentando a lo largo de 2012 y que se plasmaron en una serie de disposiciones tomadas en marzo, relativas, entre otras figuras presupuestarias, al impuesto sobre sociedades, las reformas en materia sanitaria<sup>1</sup> y educativa<sup>2</sup> de abril, la revisión de los planes económico-financieros de reequilibrio de las Comunidades Autónomas (CCAA) en mayo y los Presupuestos Generales del Estado aprobados en junio. En julio se adoptó un nuevo conjunto de medidas<sup>3</sup>, que incluían el incremento de los tipos del IVA a partir de septiembre y la suspensión de la paga extraordinaria de diciembre a los empleados públicos, y, a finales del año, se optó por no ajustar las pensiones por la desviación de la inflación.

La evolución presupuestaria estuvo condicionada por las ayudas públicas al sector financiero y por la instrumentación de mecanismos de apoyo a la liquidez de las Administraciones Territoriales

En paralelo, la evolución presupuestaria durante el año estuvo condicionada por el impacto de las ayudas públicas al sector financiero en el marco del proceso de recapitalización del sector, que generaron un incremento del déficit público de 3,7 puntos del PIB y de 4,3 puntos del PIB sobre la ratio de deuda pública. Asimismo, y aunque sin incidencia directa en el déficit, el Estado puso en marcha diversos mecanismos de ayuda financiera a las Administraciones Territoriales destinados a facilitar la cobertura de sus necesidades de financiación o a acelerar el pago a sus proveedores<sup>4</sup>. En este sentido, la puesta en marcha del Plan de Pago a Proveedores sirvió además para mejorar la situación de liquidez de las empresas, ya que supuso la inyección de 27 mm de euros de facturas pendientes de pago al sector privado.

El esfuerzo de consolidación fue sustancial, en un contexto económico adverso, pese a lo cual se produjo una cierta desviación al concluir el año

A pesar del difícil contexto económico, el déficit de las AAPP se redujo 2 pp del PIB con respecto al año 2011 (véase cuadro 5.1) y se situó en el 7 % del PIB en 2012 (sin tener en cuenta el impacto transitorio de las ayudas a las instituciones financieras<sup>5</sup>), lo que supone una desviación de 0,7 pp del PIB con respecto a los objetivos establecidos por la Unión Europea en julio. En términos estructurales, el ajuste fue superior, de alrededor del 2,5 % del PIB (véase recuadro 5.1). Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB, según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), aumentó en casi 15 pp, hasta situarse en el 84,2 % del PIB. Este crecimiento de la deuda fue el resultado del todavía elevado déficit primario, el incremento de la carga de intereses, las necesidades financieras derivadas de la recapitalización bancaria<sup>6</sup>, así como la presencia de varios factores adicionales, entre los que destaca el efecto de la reclasificación de algunos pasivos de las AAPP derivada de los mecanismos de pago a proveedores de las Administraciones Territoriales mencionados anteriormente.

1 Real Decreto Ley 16/2012, de 20 de abril, de medidas urgentes para garantizar la sostenibilidad del Sistema Nacional de Salud (SNS) y mejorar la calidad y seguridad de sus prestaciones.

2 Real Decreto Ley 14/2012, de 20 de abril, de medidas urgentes de racionalización del gasto público en el ámbito educativo.

3 Real Decreto Ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad.

4 Instrumentados principalmente a través de dos reales decretos (Real Decreto Ley 7/2012, de 9 de marzo, por el que se crea el Fondo para la financiación de los pagos a proveedores, y Real Decreto Ley (RDL) 21/2012, de 13 de julio, de medidas de liquidez de las AAPP y en el ámbito financiero), los adelantos y aplazamientos a cuenta del sistema de financiación autonómico y la creación de la Línea ICO-CCAA 2012.

5 Si se incluyen las ayudas a las instituciones financieras, los déficits públicos observados se elevaron a 9,4 % y 10,6 % del PIB en 2011 y 2012, respectivamente.

6 De 4,3 pp del PIB si se acumula el efecto sobre el déficit y la deuda públicos.

mm de euros y porcentaje del PIB

	2008	2009	2010	2011	2012	Diferencia	Diferencia entre el cierre y	
						12-11 en nivel	la previsión oficial para 2012 (a)	
						mm	mm	% del PIB
<b>1 RECURSOS NO FINANCIEROS</b>	37,0	35,1	36,6	35,7	36,4	2,4	-1,9	0,2
Recursos corrientes	36,7	35,1	36,5	35,8	36,3	0,9	-4,8	-0,1
Impuestos sobre prod. e importación	9,8	8,8	10,5	9,9	10,2	2,4	2,3	0,3
Impuestos sobre renta y patrimonio	10,7	9,6	9,5	9,6	10,1	4,6	-5,1	-0,4
Cotizaciones sociales	13,2	13,4	13,4	13,2	12,9	-5,1	-0,8	0,1
Otros recursos corrientes	3,0	3,2	3,2	3,2	3,1	-1,0	-0,2	0,0
Recursos de capital (b)	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,1	1,4	2,9	0,3
<b>2 EMPLEOS NO FINANCIEROS (c) (d)</b>	41,5	46,3	46,3	44,7	43,4	-19,6	4,6	0,9
Remuneración de asalariados	10,9	12,0	12,0	11,6	11,1	-7,5	2,6	0,4
Otros gastos de consumo final	8,2	8,9	8,9	8,7	8,4	-4,1	6,7	0,7
Prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie	12,5	14,7	15,4	15,4	16,1	4,7	-0,1	0,2
Subvenciones	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	-1,8	-0,5	0,0
Intereses (c)	1,6	1,8	1,9	2,5	3,0	5,2	-2,6	-0,2
Otras transferencias	1,7	1,8	1,7	1,7	1,5	-2,3	-0,5	0,0
Empleos de capital	5,5	5,9	5,2	3,7	2,4	-13,9	-1,0	-0,1
Formación bruta de capital	4,0	4,5	4,0	2,9	1,7	-12,5	-0,9	-0,1
Otros empleos de capital (d)	1,5	1,5	1,2	0,8	0,7	-1,4	1,0	0,1
<b>3 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN (c) (d) (3 = 1 - 2)</b>	-4,5	-11,2	-9,7	-9,0	-7,0	22,0	-6,5	-0,7
<b>PRO MEMORIA</b>								
Deuda bruta (c)	40,2	53,9	61,5	69,3	84,2	147,4	—	—
Gasto en consumo final	19,5	21,3	21,4	20,9	20,1	-11,3	—	—
Saldo de las AAPP (incluye Ayudas a IIFF)	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4	-10,6	-11,2	—	—
Ayudas a instituciones financieras	—	—	—	0,5	3,7	33,2	—	—
Saldo primario (d)	-2,9	-9,4	-7,7	-6,5	-4,0	27,2	-9,1	-0,9

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- a** La previsión oficial se ha tomado del Plan Presupuestario Bidual 2013-2014. Los niveles de las series del Plan se han calculado a partir de los ratios en porcentaje del PIB de las diferentes partidas y del crecimiento del PIB nominal descritos en el Plan Presupuestario Bidual. La diferencia se define como el dato observado menos la previsión presentada en el Plan Presupuestario Bidual.
- b** Presenta signo negativo en algún caso debido a que el ajuste por recaudación incierta se incluye con ese signo entre estos recursos.
- c** Según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo.
- d** Excluye las ayudas a las Instituciones financieras, que se consideran gastos de capital.

El ajuste se concentró en el gasto público, mientras que las medidas impositivas permitieron sostener el nivel de recaudación

En términos de su composición, la mejora observada en el saldo de las AAPP en 2012 se debió, sobre todo, al ajuste del gasto público, que se redujo en casi 20 mm de euros, lo que situó su ratio sobre el PIB en el 43,4 %, frente al 44,7 % de 2011, de manera que la caída acumulada desde el máximo nivel alcanzado en 2009 fue de 3 pp del PIB. Por su parte, los ingresos aumentaron en 2,4 mm de euros debido a que las medidas adoptadas, que aportaron unos 11 mm de euros (véase cuadro 5.2), más que compensaron el efecto contractivo sobre la recaudación impositiva de la debilidad del consumo y del mercado de la vivienda, la moderación salarial y las caídas del empleo y de los beneficios empresariales. De este modo, la ratio de ingresos de las AAPP sobre el PIB aumentó hasta el 36,4 %, frente al 35,7 % de 2011, un nivel significativamente inferior a su promedio en el período 1995-2008 (del 39 %).

Las Administraciones Públicas (AAPP) españolas se encuentran inmersas en un proceso de consolidación fiscal sin precedentes en nuestro país, que ha permitido reducir el déficit público desde el 11,2 % registrado en 2009 hasta el 7 % de 2012 (10,6 % si se incluye el impacto de las ayudas al sector financiero). A pesar del ajuste realizado, la ratio de deuda pública sobre el PIB continuó aumentando, hasta alcanzar el 84,2 % del PIB en 2012. Este comportamiento es habitual en los episodios de consolidación de mayor tamaño observados en el pasado en la OCDE<sup>1</sup>.

El ajuste fiscal está teniendo lugar en un entorno macroeconómico muy adverso, con crecimientos muy reducidos o negativos de la actividad económica, que está afectando de forma singular a la demanda nacional, elevado aumento del desempleo y, tras el inicio de la crisis de la deuda soberana en el área del euro, incremento significativo del coste de las emisiones de deuda pública. En este contexto, la reducción del déficit público nominal en porcentaje del PIB no refleja adecuadamente el esfuerzo de consolidación efectuado. Para una mejor aproximación a este esfuerzo se recurre habitualmente a su medición a partir de la variación del saldo público primario estructural, variable que corrige el impacto del ciclo económico sobre las cuentas públicas y elimina el efecto de los cambios en la carga de intereses y de las medidas de carácter temporal, como, por ejemplo, las ayudas públicas al sector financiero. De acuerdo con esta medida, el esfuerzo fiscal habría superado los 6 puntos del PIB entre 2009 y 2012 (véase gráfico 1), lo que contrasta con la reducción observada del déficit público de solo 0,5 puntos porcentuales (pp) del PIB en el mismo período<sup>2</sup>.

Adicionalmente, se puede argumentar que la medición anterior no recoge el impacto de un aspecto que está resultando especialmente relevante en nuestro país: una composición del crecimiento económico especialmente «pobre» en generación de ingresos públicos, dado que el único factor dinámico procede de las exportaciones, mientras la demanda nacional sigue experimentando fuertes reducciones. En efecto, los cálculos habituales del impacto del ciclo económico sobre las cuentas públicas se basan en la estimación del saldo público cíclico a partir de la aplicación de unas elasticidades de los ingresos públicos (que se suponen constantes a lo largo del ciclo) sobre la brecha de producción del PIB. Esta metodología no capta los efectos composición del crecimiento sobre las cuentas públicas. Una aproximación a este efecto puede efectuarse a partir del análisis de los residuos de las ecuaciones de los distintos ingresos públicos, definidos como la parte de su

evolución que no puede ser explicada por el crecimiento del PIB y el efecto de las distintas medidas impositivas discrecionales aplicadas. En el gráfico 2 se presenta la evolución de estos residuos en el caso español para el período 1998-2012. Se observa cómo en el período de expansión económica previo a la actual crisis estos residuos fueron permanentemente positivos y de magnitud elevada, lo que se asocia, al menos en parte, al impacto positivo sobre la recaudación del *boom* inmobiliario y, en general, del fuerte crecimiento de los precios de los activos y de los beneficios empresariales. A partir de 2007, sin embargo, los residuos estimados se convierten en negativos, lo que se relacionaría, entre otros factores, con la caída de la demanda interna y, en particular, con el ajuste observado en el sector inmobiliario, así como con la reducción de los beneficios de las empresas. En términos cuantitativos, los residuos positivos acumulados durante la etapa de expansión se habrían situado en alrededor de 6 puntos del PIB entre 1995 y 2007, mientras que, desde 2008, su magnitud acumulada negativa habría alcanzado los 5,3 puntos del PIB (alrededor de 1 pp entre 2010 y 2012).

Una forma complementaria de ilustrar el impacto de las actuales condiciones macroeconómicas sobre el proceso de consolidación fiscal puede realizarse a través de la descomposición de la evolución de la ratio de deuda pública en sus principales determinantes (déficit público, PIB nominal, carga financiera y ajustes flujos-fondo) y de su comparación con lo ocurrido en otros procesos de ajuste presupuestario. Con este objetivo, en los gráficos 3 y 4 se compara el proceso de consolidación que se realizó en nuestro país en la década de los noventa con el que está teniendo lugar en la actualidad. En concreto, para el episodio de la década de los noventa se representa la trayectoria de la ratio de deuda pública entre 1993, año en que se observó el máximo déficit público del período (7,5 % del PIB), y 1998, cuando este se situó en el 3 % del PIB. En cuanto al proceso de consolidación presente, y con el objetivo de poder efectuar una comparación en términos homogéneos, se efectúa una simulación suponiendo que el período de reducción del déficit que se inició en 2009 (con un desequilibrio máximo del 11,2 % del PIB), se prolonga en 2013 y 2014, asumiéndose, por una parte, un déficit del 4,5 % en 2013 y del 2,8 % en 2014, y, por otra, que el PIB nominal evolucionará en este período según las previsiones que contempla el «Informe de proyecciones» del Banco de España de marzo de 2013<sup>3</sup>, corregido de forma automática por el impacto de las diferencias entre las previsiones fiscales incorporadas en ese informe y el aquí simulado<sup>4</sup>.

Como se ve en el gráfico 3, en el período 1993-1998 se produjo una reducción del déficit de 4,5 pp del PIB, que fue suficiente

1 Véase H. Blöchliger, D. Song y D. Sutherland (2012), *Fiscal Consolidation: Part 4. Case Studies of Large Fiscal Consolidation Episodes*, OECD Economics Department Working Papers 935, OECD.

2 En este cálculo se han tomado como medidas de carácter transitorio solo las ayudas al sector financiero. Sin embargo, algunas de las medidas adoptadas en 2012, por ejemplo, la suspensión de la paga extraordinaria de Navidad de los funcionarios, han sido definidas, en principio, como temporales. Si esta temporalidad se confirmara, o no fueran sustituidas por medidas de magnitud equivalente, el esfuerzo estructural de reducción del déficit en 2012 sería inferior a los tres puntos de PIB incluidos en el gráfico 1.

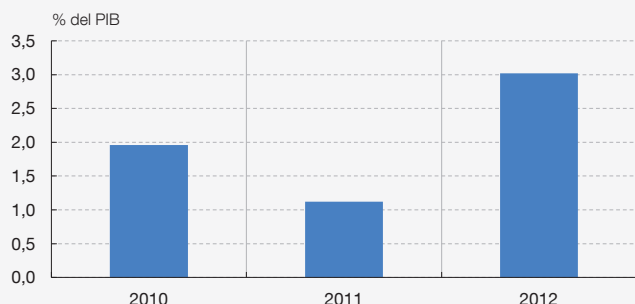
3 *Boletín Económico* del Banco de España, marzo de 2013.

4 En efecto, de acuerdo con el «Informe de proyecciones», el déficit público se situaría en el 6 % y 5,9 %, respectivamente. En el ejercicio de simulación presentado en este recuadro se ha procedido a corregir (a la baja) el crecimiento económico derivado de la mayor consolidación fiscal que supondría alcanzar los objetivos de déficit del 4,5 % y 2,8 %, respectivamente, aplicando un multiplicador del 0,5. Además, se asume un mantenimiento del tipo de interés implícito de la deuda pública en su nivel observado en 2012.

para estabilizar la ratio de deuda pública sobre el PIB e incluso para iniciar su reducción. Como se puede ver en el gráfico 4, la deuda pública aumentó en 5 pp del PIB en el período, con una contribución positiva resultante de la acumulación de déficits públicos de 26 puntos, que se compensó con un efecto reductor de 21 puntos procedente del crecimiento nominal del PIB, que alcanzó una tasa promedio del 7,2 % en ese período, mientras que los ajustes

déficit/deuda, que recogen entre otros factores la variación de los activos financieros, tuvieron una contribución nula al incremento de deuda. Debe tenerse en cuenta, además, que entonces se desarrolló un proceso de privatizaciones de empresas públicas que permitió ingresar cerca de 6 puntos del PIB y que el proceso de reducción del déficit también se vio favorecido por una ligera caída de la carga de intereses de cerca de tres décimas del PIB y,

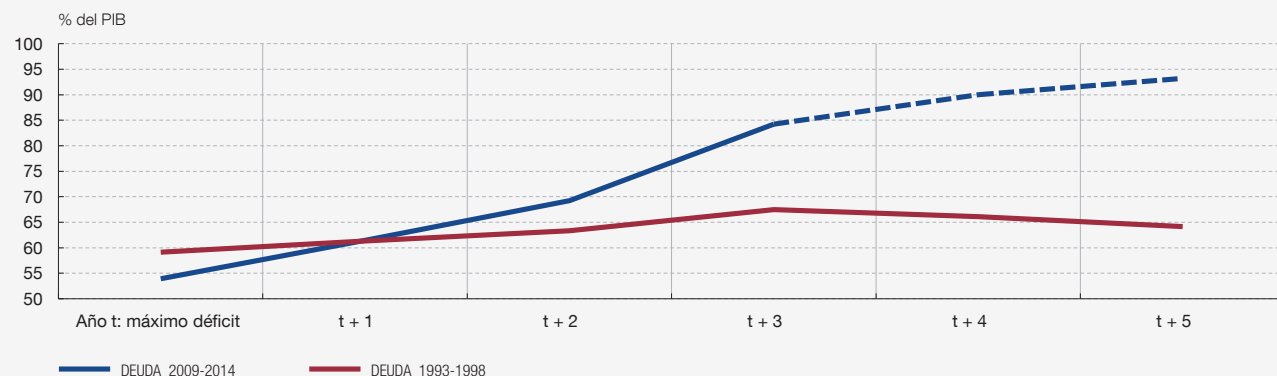
1 VARIACIÓN DEL SALDO PRIMARIO AJUSTADO DEL CICLO (excl. Ayudas a IIFF)



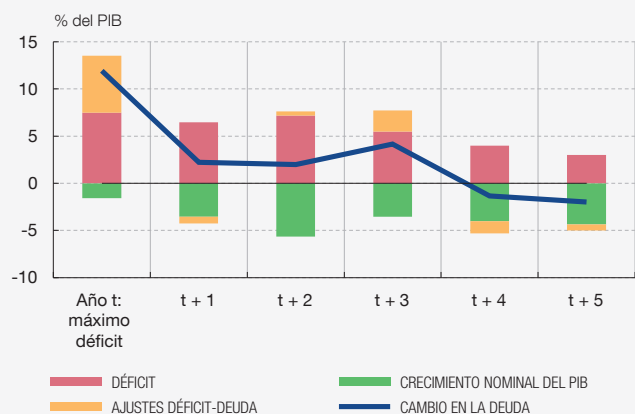
2 «RESIDUOS» DE LAS ECUACIONES DE INGRESOS PÚBLICOS



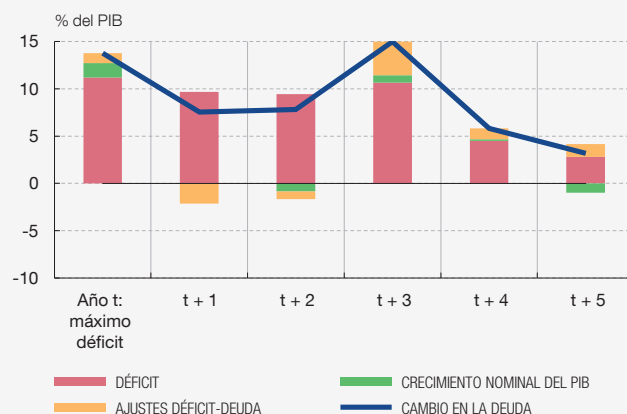
3 LA SENDA DE LA DEUDA PÚBLICA EN EL PROCESO ACTUAL DE CONSOLIDACIÓN Y EN EL DE LA SEGUNDA MITAD DE LOS AÑOS NOVENTA



4 FACTORES DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA DE LAS AAPP. PERÍODO 1993-1998



5 FACTORES DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA DEUDA DE LAS AAPP. PERÍODO 2009-2014



FUENTES: IGAE y Banco de España.

de manera más significativa, de las prestaciones por desempleo, de 1,8 puntos del PIB<sup>5</sup>.

En el caso del proceso de consolidación actual, de acuerdo con la simulación realizada, se produciría una reducción del déficit público de 8,4 puntos del PIB entre 2009-2014, que no sería capaz de estabilizar la ratio de deuda pública sobre el PIB en el período<sup>6</sup>. En concreto, la ratio de deuda pública aumentaría 40 puntos, como resultado de los déficits públicos acumulados

5 En la primera mitad de los años noventa se produjeron cambios normativos que endurecieron los requisitos de acceso a la prestación tanto en su segmento contributivo como en el asistencial, lo que favoreció la caída de las prestaciones por desempleo en el período.

6 Al inicio de cada uno de los dos subperíodos analizados, la ratio de deuda pública sobre PIB era superior en 1993 (59 %) que en 2009 (54 %). Sin embargo, el déficit público se situó en el 7,5 % del PIB en 1993, significativamente por debajo del alcanzado en 2009 (11,2 %).

(36 puntos del PIB) y una contribución también positiva del PIB nominal, dado su débil crecimiento, y de los ajuste déficit/deuda de cerca de 1 pp y 2 pp del PIB, respectivamente<sup>7</sup>. Por su parte, la carga de intereses aumentaría cerca de 2 pp del PIB y, dada la evolución proyectada para la tasa de paro, no es de esperar una reducción significativa de las prestaciones por desempleo en el período.

En resumen, el análisis previo permite concluir que el ajuste fiscal requerido para estabilizar la ratio de deuda pública sobre el PIB en el actual proceso de consolidación deberá tener una magnitud considerable, ya que se está desarrollando en un contexto macroeconómico particularmente adverso.

7 Se supone una contribución positiva de los ajuste déficit/deuda al aumento de la ratio de deuda pública sobre PIB del 0,5 % en 2013 y 2014, similar al promedio anual observado en los últimos diez años.

La mayor parte del ajuste del gasto se concentró, como en años anteriores, en las partidas de capital (véase cuadro 5.1), siendo especialmente acusado en la inversión pública, cuyo nivel se situó por debajo del consumo de capital fijo. El recorte de los gastos corrientes también fue intenso, afectando especialmente al gasto de consumo final y, en particular, a la remuneración de asalariados públicos, por la reducción del empleo y la supresión de la paga extraordinaria de diciembre. Por el contrario, aumentó el gasto en prestaciones sociales, básicamente, en pensiones —a pesar de no ajustarse a la inflación observada— y en prestaciones por desempleo, mientras que los pagos por intereses se incrementaron de nuevo para situarse en el 3 % del PIB, doblando su peso en cuatro años.

Por el lado de los ingresos, en relación con los impuestos indirectos, se prolongó en 2012 la desfavorable evolución de los impuestos especiales y de los ligados al mercado inmobiliario, mientras que la recaudación por IVA, los impuestos sobre la producción y los impuestos directos aumentaron en porcentaje del PIB, como consecuencia de las alzas impositivas adoptadas.

La desviación del déficit público con respecto a los objetivos marcados por la Unión Europea en julio, que fueron plasmados por el Gobierno en el Plan Presupuestario Bidual de principios de agosto, se debió a los mayores gastos (en 0,9 pp del PIB), que se compensó parcialmente con una recaudación de ingresos ligeramente superior de lo previsto en ese plan (en cerca de 2 décimas del PIB). Por subsectores, las Corporaciones Locales mejoraron el objetivo en 1 décima (con un déficit del 0,2 % del PIB), y la Seguridad Social, que recibió un volumen elevado de transferencias procedentes del Estado, se ajustó a la previsión (un déficit del 1 % del PIB), de manera que las desviaciones se centraron en la Administración Central (5 décimas, con un déficit del 4,1 % del PIB) y en el conjunto de las CCAA (3 décimas, con un déficit del 1,8 % del PIB).

La reducción del déficit deberá continuar en el año 2013, con una aplicación rigurosa de los presupuestos de las distintas AAPP...

El proceso de reducción del déficit deberá continuar en el año 2013, de acuerdo con los compromisos acordados a nivel europeo. En este sentido, el 30 de abril, el Gobierno presentó una nueva actualización del Programa de Estabilidad, que sitúa el objetivo de déficit público para 2013 en el 6,3 % del PIB y, en comparación con la senda de corrección del déficit establecida en el programa de estabilidad anterior, pospone en dos años la fecha de

IMPACTO EN 2012 Y 2013 DE LOS PRINCIPALES CAMBIOS NORMATIVOS EN EL ÁMBITO DE LA IMPOSICIÓN (a) CUADRO 5.2

En millones de euros

	Recaudación enero-diciembre 2012	Recaudación esperada (b) 2013
<b>TOTAL</b>	<b>11.823</b>	<b>10.005</b>
<b>IRPF</b>	<b>3.932</b>	<b>3.366</b>
Gravamen complementario (RDL 20/2011, de 30 de diciembre)	3.566	1.772
Incremento del tipo de retención para actividades profesionales (RDL 20/2012, de 13 de julio)	209	340
Supresión Plan CUNA (RDL 8/2010, de 20 de mayo)	130	—
Incremento del tipo para rentas > 120.000 euros (RDL 20/2011, de 30 de diciembre)	27	—
Tributación de los premios de loterías > 2.500 euros (Ley 16/2012, de 27 de diciembre)	—	824
Supresión de la compensación por adquisición de vivienda (RDL 20/2012, de 13 de julio)	—	430
<b>IMPUESTO DE SOCIEDADES</b>	<b>4.607</b>	<b>-1.796</b>
Medidas en pagos y compensaciones en muy grandes empresas y otras (RDL 9/2011, de 19 de agosto; RDL 20/2011, de 30 de diciembre; RDL 12/2012, de 30 de marzo; RDL 20/2012, de 13 de julio)	4.607	-4.918
Medidas con impacto en 2013 (c) (RDL 12/2012, de 30 de marzo)	—	3.122
<b>IVA</b>	<b>1.683</b>	<b>8.584</b>
Subida de tipos en septiembre de 2012 (RDL 20/2012, de 13 de julio)	2.441	7.834
Reducción transitoria en 2012 del tipo de IVA de la compra de viviendas al 4 % (RDL 20/2012, de 13 de julio)	-758	750
<b>IMPUESTOS ESPECIALES</b>	<b>301</b>	<b>1.025</b>
Labores del tabaco (RDL 12/2012, de 30 de marzo)	236	-138
Hidrocarburos (Presupuestos Generales del Estado 2012)	65	1.163
<b>OTROS</b>	<b>1.300</b>	<b>-1.174</b>
Gravamen complementario: retenciones no residentes (RDL 20/2011, de 30 de diciembre)	104	26
Declaración tributaria especial en 2012 (RDL 12/2012, de 30 de marzo)	1.196	-1.200

FUENTE: *Informe Mensual de Recaudación Tributaria* (Agencia Estatal de la Administración Tributaria).

a Medido por su impacto diferencial respecto al año anterior.

b Presupuestos Generales del Estado 2013 y Banco de España. La recaudación incluye la reversión de medidas con impacto transitorio en 2012 y que, por tanto, minorarán la recaudación en 2013 con respecto a 2012.

c Incluye: limitación de la deducibilidad de los gastos de amortización, de los gastos financieros y del fondo de comercio, gravamen por revalorización de activos y supresión de la libertad de amortización.

consecución de un déficit inferior al 3 % del PIB, hasta 2016. En este contexto, los Presupuestos Generales del Estado para 2013 incorporan algunas medidas impositivas adicionales (véase cuadro 5.2). Por el lado del gasto, sin embargo, se proyecta un aumento de en torno al 8 % en el Estado, impulsado por los gastos de personal, tras la recuperación



de la paga extraordinaria de diciembre y, sobre todo, por el incremento de la carga de intereses. En el caso de la Seguridad Social, el gasto se verá incrementado por la revalorización de las pensiones y por el aumento en el número de pensionistas en línea con la proyección demográfica. Por su parte, los presupuestos de las CCAA incorporan una contención del gasto significativa, con una caída cercana al 7 % en términos presupuestarios, que se prevé especialmente intensa en los gastos de personal y en los de capital. Finalmente, para garantizar el logro del objetivo de déficit de 2013, el Programa de Estabilidad 2013-2016 planea aprobar medidas adicionales a las ya incorporadas en los presupuestos por una cuantía de tres décimas del PIB, que incluyen incrementos de la imposición indirecta y reducciones de gastos. Con una perspectiva de medio plazo, el Programa de Estabilidad hace descansar el esfuerzo de consolidación pendiente para el período 2012-2016 en el gasto público y, en particular, en el consumo público, que se reduciría en 3,6 puntos del PIB en el período.

... y bajo el paraguas institucional que proporciona la nueva Ley de Estabilidad

En relación con el marco institucional en el que se desarrolla la política presupuestaria, en 2012 se produjeron avances significativos, cabiendo destacar la entrada en vigor de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LEP), que desarrolló la reforma constitucional aprobada en septiembre de 2011. La citada ley fortalece el marco de disciplina fiscal, al establecer unos objetivos de equilibrio presupuestario para todos los niveles de las AAPP, límites a la deuda pública, requisitos de transparencia, mecanismos de corrección automática de las desviaciones, procedimientos para la vigilancia continua de la evolución presupuestaria e instrumentos para hacer cumplir los objetivos, que incluyen sanciones o, incluso, la intervención de la Administración que no haya respetado esas metas. Una aplicación rigurosa de la ley, en particular, en relación con los mecanismos de seguimiento de la ejecución presupuestaria, así como con aquellos destinados a asegurar el cumplimiento de los objetivos establecidos por todas las AAPP, facilitará el cumplimiento de los objetivos presupuestarios.

Adicionalmente, en marzo de 2013, se introdujeron modificaciones en el sistema de pensiones que afectaron a las condiciones de acceso a la jubilación anticipada (voluntaria y forzosa) y a la jubilación parcial. En el primer caso, se elevó la edad y el período de cotización requeridos y se establecieron coeficientes reductores más elevados en determinadas circunstancias y, en el segundo caso, se minoró la reducción máxima de la jornada laboral. Asimismo, se estableció la creación de un comité de expertos para el estudio del desarrollo del factor de sostenibilidad incluido en la reforma del sistema de pensiones aprobada en 2011. Una definición adecuada de este factor podría contribuir de forma decisiva a garantizar la sostenibilidad del gasto en pensiones a través de modificaciones automáticas de los parámetros del sistema ligadas a la evolución de la esperanza de vida.

## 2.2 LAS OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

En el marco de las políticas estructurales, se aprobó una reforma laboral cuyos primeros efectos se están reflejando en una mayor moderación salarial

El Gobierno aprobó una nueva reforma laboral en febrero de 2012 —finalmente adoptada como ley en el mes de julio—, que tenía como objetivo facilitar la adaptación de las condiciones laborales ante eventuales dificultades de la empresa, con cambios que deberían generar una mayor descentralización del sistema de negociación colectiva. A su vez, se redujeron los costes de despido y, en términos de contratación, se creó un nuevo tipo de contrato indefinido para las empresas con menos de 50 trabajadores, que cuenta con diferentes incentivos fiscales. En conjunto, la reforma sienta las bases para facilitar un ajuste más equilibrado entre salarios y empleo ante perturbaciones negativas que afecten a las empresas, y no solo en el empleo, como ha sido tradicionalmente el caso en la economía española, aunque se requerirá más tiempo para evaluar con precisión su impacto sobre el funcionamiento estructural del mercado de trabajo, evaluación que se verá facilitada por una adaptación rápida de la información estadística disponible a la nueva legislación.

En todo caso, los datos disponibles sobre la evolución de la negociación colectiva muestran indicios de una mayor respuesta salarial a la situación del mercado laboral que la observada en la fase inicial de la crisis, junto con una apreciable reducción del grado de indexación nominal de los salarios. Cabe esperar que la renegociación de los convenios colectivos en los próximos meses, que en otro caso decaerían en julio una vez que finalice el límite temporal establecido por la reforma para la extensión de los efectos de los convenios al haber concluido su plazo de vigencia (lo que se conoce como «ultraactividad»), facilite la introducción de cambios de carácter más estructural en la negociación colectiva. En términos del empleo, en un entorno recesivo de la actividad, la pauta de destrucción de puestos de trabajo ha sido muy similar a la de antes de la reforma, tanto en su magnitud como en la concentración del descenso de la ocupación en los asalariados con contrato temporal. Por el lado de la contratación, no se observan hasta ahora modificaciones relevantes de las pautas vigentes previamente.

A mediados de 2012, se redujeron las prestaciones por desempleo, y a principios de 2013 se aprobó un conjunto de medidas para incentivar la creación de empleo apoyado en incentivos fiscales

Por su parte, en julio de 2012 (RDL 20/2012, de 13 de julio) se limitó el acceso a la prestación asistencial por desempleo a algunos colectivos de trabajadores y se redujo la prestación contributiva a partir del sexto mes de cobro de la prestación. En general, estos cambios incrementan el perfil de descenso de las prestaciones según aumenta la duración del desempleo, lo que debería contribuir a incentivar la búsqueda de empleo. Asimismo, a principios de 2013 se aprobó un conjunto de bonificaciones a las cuotas a la Seguridad Social que se aplican sobre diferentes modalidades de contratos formativos. Entre el resto de medidas aprobadas, cabe destacar la posibilidad de que las Empresas de Trabajo Temporal (ETT) realicen contratos de formación para las empresas usuarias y se encarguen de las tareas formativas.

En el marco de la regulación de los mercados de productos y servicios, se tomaron algunas medidas liberalizadoras...

En 2012 se adoptaron distintas medidas en relación con la regulación del sistema eléctrico, destinadas, sobre todo, a reducir el déficit de tarifa. En particular, se produjo un aumento de la tarifa eléctrica del 5,1 % en 2012 y la creación de nuevas figuras impositivas, que entraron en vigor en 2013, con una recaudación estimada de unos 3.000 millones de euros. No obstante, el déficit de tarifa siguió aumentando en 2012, hasta acumular una deuda viva de 26.000 millones de euros a final de año, lo que ilustra la necesidad de una reforma en profundidad que asegure la sostenibilidad económica del sistema eléctrico.

Por otro lado, se aprobaron medidas para incrementar la competencia en el sector de distribución de carburantes. En el mercado mayorista, se reforzó la supervisión y transparencia del acceso a las instalaciones logísticas, mientras que en el mercado minorista se aprobó la flexibilización del proceso para la apertura de estaciones de servicio independientes y la limitación a un año de la duración máxima de los contratos de suministro en exclusividad entre los operadores al por mayor y las estaciones de servicio.

En el mercado de vivienda, la eliminación de la deducción por adquisición de vivienda habitual en las nuevas compras realizadas a partir de enero de 2013, junto con la supresión del tipo de IVA reducido al 4 %, son medidas de alcance que contribuirán a igualar el tratamiento fiscal de la tenencia de vivienda y el alquiler. Estas modificaciones impositivas, junto con la aprobación de la nueva ley de arrendamientos urbanos, cuyo proyecto de ley, en trámite parlamentario, introduce mayor libertad de las partes en la celebración de los contratos, con la reducción de los plazos obligatorios y la eliminación de su indexación obligatoria al IPC, deberían generar un incremento de la proporción de vivienda en alquiler.

En el ámbito del sector servicios, se aprobaron distintas medidas, entre las que destaca la sustitución de la licencia de actividad necesaria para la apertura de comercios pequeños

por controles *a posteriori* del cumplimiento de la normativa, la ampliación de los horarios comerciales y la liberalización de los períodos de rebajas. Estas medidas han supuesto una reducción del grado de regulación del sector minorista, si bien se mantienen diferencias significativas entre CCAA. A este respecto, en enero de 2013 se aprobó el anteproyecto de ley de garantía de unidad de mercado que establece la extensión a todo el territorio nacional de la validez de la licencia de acceso a una actividad económica obtenida en cualquier Comunidad Autónoma. La introducción efectiva de este principio podría reducir de manera significativa las cargas administrativas a las que se enfrentan las empresas, y debería completarse con una homogeneización de las distintas regulaciones existentes entre CCAA en relación con el ejercicio de las actividades económicas. Una actuación decidida en este terreno tendría efectos muy potentes sobre la capacidad de crecimiento de la economía española.

Por su parte, el proyecto de Ley de Creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) unifica en un mismo organismo la Comisión Nacional de la Competencia y los reguladores sectoriales. Esta estructura, novedosa en términos comparados, debería asegurar un adecuado contenido de competencias —regulatorias, supervisoras y sancionadoras—, un elevado nivel de autonomía y la suficiente separación entre las decisiones relativas a la defensa de la competencia y a la regulación, con el fin de lograr el doble objetivo de garantizar la competencia y profundizar en la liberalización sectorial.

... que deben profundizarse con una aplicación rigurosa de las reformas incluidas en el nuevo Programa Nacional de Reformas

El nuevo Programa Nacional de Reformas, aprobado el pasado 30 de abril, identifica un conjunto de reformas prioritarias y urgentes, entre las que destacan, además de las ya mencionadas que se encuentran en trámite parlamentario, la aprobación de una reforma de los servicios y colegios profesionales, una ley de desindexación de la economía, una ley de apoyo a emprendedores y un nuevo paquete de medidas normativas para garantizar la estabilidad financiera del sector energético. En el ámbito del mercado de trabajo, además de la realización de un informe de evaluación del impacto de la reforma laboral que sería contrastado por un organismo independiente, se prevé introducir una nueva estrategia de políticas activas, que vincularía en mayor medida estas actuaciones con las políticas pasivas de empleo, así como una mejora de la intermediación laboral.

### 3 La demanda

#### 3.1 LA DEMANDA NACIONAL

El ajuste en la demanda nacional se intensificó en 2012

El retroceso de la demanda nacional se agudizó en 2012, con una disminución en el promedio del año del 3,9 %. Este empeoramiento fue generalizado por componentes, afectando al consumo y a la inversión, tanto en sus componentes privados como públicos (véase gráfico 5.3). Esta trayectoria se ha prolongado en los meses iniciales de este año, pero a un ritmo menor.

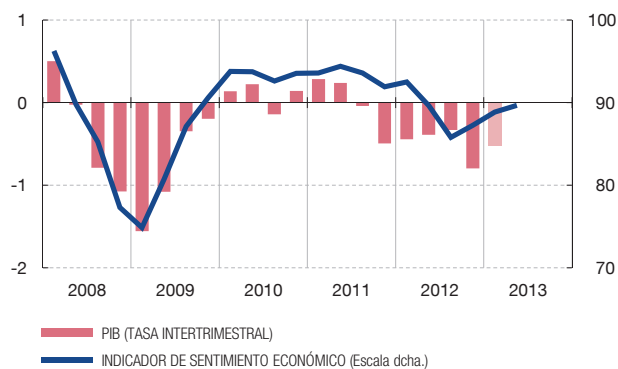
El ritmo de caída del consumo privado se acentuó el pasado año

El ritmo de descenso del gasto en consumo final de los hogares se aceleró hasta el -2,1 % en términos reales (-1 % en 2011) (véase gráfico 5.4). El perfil a lo largo del año se vio condicionado en buena medida por la secuencia de las medidas de ajuste fiscal. Así, en el tercer trimestre, se moderó la caída con respecto al segundo, como consecuencia del adelantamiento de compras previo a la subida de tipos del IVA en septiembre, lo que, por el contrario, provocó un retroceso del gasto de los hogares muy acusado en el cuarto trimestre, que se vio agravado por la eliminación de la paga extraordinaria de diciembre de los empleados públicos y la no actualización de las pensiones con la inflación observada. Atendiendo a la finalidad del gasto, los bienes no duraderos retrocedieron un 1,7 %, su mayor caída desde el inicio de la crisis (véase cuadro 5.3). Los bienes duraderos, cuyo consumo presenta un perfil cíclico más marcado, volvieron a registrar un descenso muy

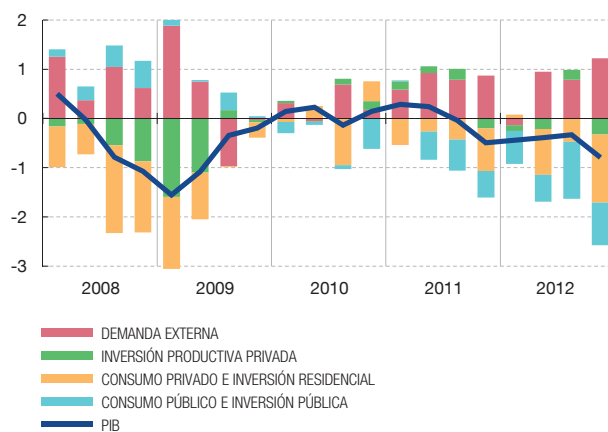
PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS (a)

GRÁFICO 5.3

PIB E INDICADOR DE CONFIANZA (b)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



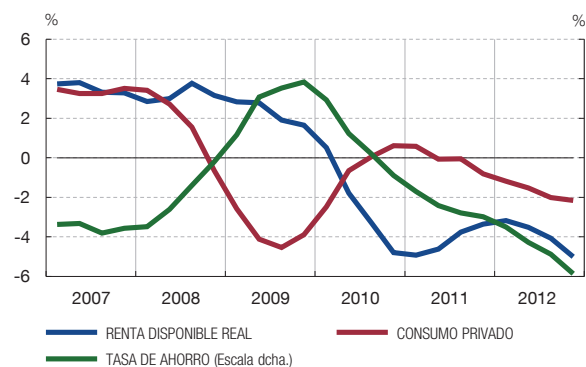
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

- a Contabilidad Nacional base 2008. Tasas de variación sobre series ajustadas de estacionalidad de índices en volumen.
- b El dato de PIB de I TR 2013 se corresponde con la estimación de avance.

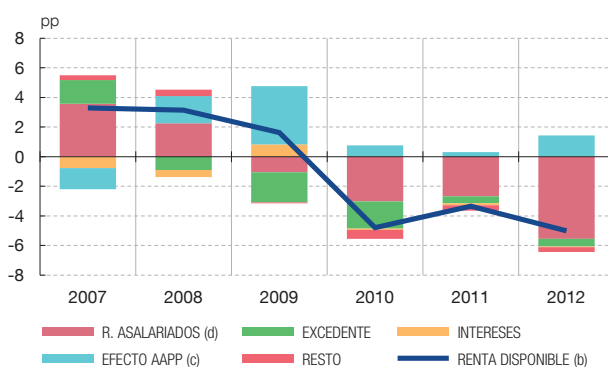
CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES

GRÁFICO 5.4

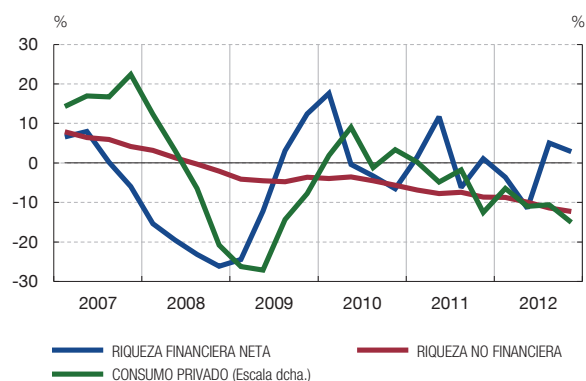
RENTA, CONSUMO Y TASA DE AHORRO (a)  
(Acumulado de cuatro trimestres)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO REAL DE LA RENTA DISPONIBLE



RIQUEZA DE LAS FAMILIAS Y CONSUMO (b)



INDICADORES DE CONFIANZA (e)



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

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

	% del PIB (a)		Tasas de variación (b)					
	2000	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
DEMANDA NACIONAL	103,1	99,0	4,1	-0,5	-6,3	-0,6	-1,9	-3,9
HOGARES E ISFLSH:								
Gasto en consumo final	59,7	59,2	3,5	-0,6	-3,8	0,7	-1,0	-2,1
Consumo duradero	6,3	3,1	3,3	-5,2	-11,1	0,2	-15,0	-9,5
Consumo no duradero	53,4	56,1	3,5	-0,3	-3,4	0,7	-0,2	-1,7
Vivienda	9,0	5,6	1,4	-9,1	-23,1	-10,1	-6,7	-8,0
EMPRESAS:								
Inversión productiva privada (c)	13,7	11,8	4,9	-2,6	-21,9	-0,7	3,8	-1,9
Construcción	5,2	5,5	-0,5	-1,6	-18,4	-5,6	4,2	0,7
Equipo	7,4	4,8	10,0	-4,5	-28,8	3,9	3,4	-6,1
Activos fijos inmateriales	1,0	1,5	9,0	2,4	-7,5	3,5	3,1	2,6
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS:								
Gasto en consumo final	17,1	20,1	5,6	5,9	3,7	1,5	-0,5	-3,7
Formación bruta de capital fijo	3,2	1,7	13,0	0,8	9,4	-12,7	-28,2	-40,9
Construcción	2,4	0,7	13,6	-1,5	11,1	-16,1	-38,4	-60,7
Equipo	0,8	1,0	11,3	7,7	4,5	-2,6	-2,3	-8,9
PRO MEMORIA:								
Formación bruta de capital fijo	25,8	19,1	4,5	-4,7	-18,0	-6,2	-5,3	-9,1
Equipo	8,3	5,9	10,2	-2,9	-23,9	2,6	2,3	-6,6
Maquinaria	5,5	4,3	10,6	-0,1	-17,2	2,8	0,4	-5,5
Transporte	2,6	1,4	7,7	-9,2	-40,5	3,6	8,4	-10,1
Construcción	16,6	11,8	2,4	-5,8	-16,6	-9,8	-9,0	-11,5
Viviendas	9,0	5,6	1,4	-9,1	-23,1	-10,1	-6,7	-8,0
Otras construcciones	7,6	6,2	3,6	-1,6	-9,1	-9,6	-11,0	-14,6
Activos fijos inmateriales	1,0	1,5	9,0	2,4	-7,5	3,5	3,1	2,6

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Contabilidad Nacional base 2008, precios corrientes.

b Contabilidad Nacional base 2008, tasas de variación de índices de volumen.

c Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

intenso, del -9,5 %, si bien este se moderó ligeramente por el efecto del Programa de Incentivos al Vehículo Eficiente (PIVE) introducido en octubre.

Los determinantes del gasto de los hogares mantuvieron una evolución desfavorable

Los principales determinantes del consumo, como son la confianza, la renta, la riqueza y las condiciones financieras, mostraron una evolución negativa a lo largo del ejercicio, en tanto que el elevado nivel de endeudamiento tampoco contribuyó positivamente. En particular, la confianza de los consumidores mostró una clara tendencia al deterioro, vinculada a la intensificación de la crisis de los mercados financieros de la eurozona y a las dudas sobre la capacidad de recuperación del mercado laboral. No obstante, los indicadores de sentimiento de los hogares tendieron a estabilizarse en la parte final del año, iniciando una trayectoria de mejora en los meses transcurridos de este ejercicio, si bien la incertidumbre sigue siendo alta.

En términos nominales, el descenso de los ingresos de las familias se intensificó en más de 2 pp hasta el 2,7 %, como consecuencia, principalmente, de la caída de la remuneración de asalariados, que detrajo 3,9 pp a dichos ingresos. Este último efecto se vio parcialmente compensado por la contribución positiva de las AAPP a las rentas nominales de los hogares

a través del efecto neto de las detracciones impositivas y las transferencias, que, en su conjunto, tuvieron un impacto superior al derivado de la subida de tipos del IRPF. La contracción de la renta disponible se vio acentuada en términos reales como resultado de la subida de los tipos del IVA y de algunos precios administrados (electricidad, tasas universitarias y transporte). La riqueza neta de las familias volvió a retroceder como consecuencia, sobre todo, del descenso de precios de los activos inmobiliarios. Por último, a pesar de un cierto alivio en las tensiones financieras al final del ejercicio, las condiciones de financiación de los hogares continuaron siendo muy restrictivas en el conjunto del año. Por su parte, el retroceso de las rentas determinó un descenso muy limitado de la ratio de endeudamiento de estos agentes, que se situó en el 125,1 % de la renta bruta disponible, en torno a 1,4 pp menos que en 2011.

La tasa de ahorro continuó disminuyendo hasta alcanzar un mínimo histórico

Aunque la renta volvió a retroceder el año pasado, el consumo aumentó ligeramente en términos nominales, con lo que la tasa de ahorro experimentó un descenso adicional, hasta el 8,2 % de la renta bruta disponible, un nivel casi 10 pp inferior al máximo del 17,8 % alcanzado en 2009. Con todo ello, la capacidad de financiación del sector se redujo hasta el 0,9 % del PIB (1,5 pp menos que en 2011). En el recuadro 5.2 se analiza el comportamiento reciente de la tasa de ahorro. Para el presente ejercicio, cabe esperar que se prolongue la debilidad del consumo de los hogares, en un contexto en que los principales factores determinantes seguirán teniendo un comportamiento poco propicio para las decisiones de gasto.

La inversión residencial continuó su senda de ajuste, reflejando el bajo ritmo de iniciación de viviendas, en un marco de demanda muy débil y de un elevado volumen de viviendas sin vender

En 2012 se intensificó el proceso de ajuste de la inversión residencial, que, por quinto año consecutivo, retrocedió, hasta situarse en el 5,6 % del PIB. Con ello, el descenso acumulado de la inversión en vivienda desde finales de 2006 está próximo al 50 %. La caída de este componente en 2012 reflejó una nueva disminución del número de viviendas iniciadas, que apenas alcanzaron las 50.000 unidades, un 40 % menos que en 2011, en un marco en el que la puesta en marcha de nuevos proyectos se está viendo afectada por la debilidad de la demanda y por el elevado stock de viviendas sin vender (véase gráfico 5.5).

Las transacciones de viviendas tuvieron una evolución débil durante la mayor parte del año, con la excepción del repunte transitorio del último trimestre

Las transacciones de viviendas en 2012 ascendieron a un total aproximado de 360.000, un 3,6 % más que en 2011. Este repunte se concentró en el último trimestre del año y obedeció a un aumento de las compras ante la desaparición de la desgravación en el IRPF por compra de vivienda y la subida del tipo del IVA al 10 %, que tuvieron lugar el 1 de enero de 2013. No obstante, como en el caso del consumo, la caída de la renta de las familias, la elevada tasa de paro, el mantenimiento de unas condiciones estrictas de concesión de crédito y las expectativas de caídas adicionales en los precios siguieron limitando notablemente la demanda. Asimismo, los factores demográficos, que durante la fase expansiva impulsaron la demanda de vivienda, han comenzado a operar en sentido contrario. Así, según la EPA, el número de hogares apenas aumentó en 2012 en unos 10.000, frente al incremento aproximado de 140.000 en 2011.

La recuperación de la inversión residencial será lenta, dado el bajo ritmo de reducción del volumen de viviendas sin vender

A la luz del intenso ritmo de descenso del número de visados en la segunda parte de 2012, cabe esperar que la inversión residencial continúe cayendo en 2013. No obstante, las disparidades regionales que se observan en relación con el grado de absorción de las viviendas no vendidas sugieren que el eventual punto de reactivación de la inversión residencial puede llegar antes en unas zonas geográficas que en otras. En particular, se aprecia una elevada concentración del exceso de oferta en regiones costeras con una elevada presencia de segundas residencias, en las que el auge inmobiliario fue especialmente intenso, y el volumen actual de compraventas de vivienda nueva, muy reducido. Por el contrario, otras regiones, como Madrid, Aragón, País Vasco, Asturias y Galicia, se caracterizan por tener un volumen de viviendas sin vender mucho más reducido en relación con

Durante la última fase expansiva, la tasa de ahorro de los hogares españoles mantuvo un comportamiento estable, con fluctuaciones moderadas en torno a valores próximos al 11 % de la renta bruta disponible (véase gráfico 1). El comienzo de la crisis, sin embargo, alteró notablemente la pauta de ahorro de las familias, cuya tasa aumentó en 7,4 pp entre 2008 y 2009, hasta el 17,8 % de su renta. Este repunte, que también se observó en otras economías europeas periféricas, como Portugal e Irlanda, dio paso, a partir de 2010, a una moderación en la tasa de ahorro de los hogares españoles de una magnitud superior a la observada en otras economías de nuestro entorno. En concreto, a finales de 2012, la tasa de ahorro en nuestro país había retrocedido 10 pp desde el nivel alcanzado en 2009, hasta situarse en el 8,2 % de la renta bruta disponible.

Este comportamiento irregular de la tasa de ahorro es indicativo de que algunos de los factores determinantes de las decisiones de consumo y ahorro de los hogares españoles han ejercido un efecto con una intensidad y dirección cambiantes a lo largo de la crisis. Entre estos factores, hay dos cuya dinámica durante estos años resulta especialmente relevante a la hora de explicar las fluctuaciones de la tasa de ahorro y anticipar su posible evolución futura: la renta disponible de los hogares y la sensibilidad del consumo frente a cambios en su capacidad de gasto real.

El gráfico 2 muestra la evolución de la renta y su desagregación entre consumo y ahorro. Una primera observación destacable es que, durante el período 2008-2009, las rentas de los hogares, en términos nominales, continuaron aumentando, a pesar del impacto de la crisis financiera y económica. A ello contribuyeron, en particular, el signo positivo de las rentas procedentes de las AAPP, por la doble vía del efecto de los estabilizadores automáticos y de algunas medidas impositivas discrecionales adoptadas en 2008, que, en su conjunto, contrarrestaron la aportación negativa de la remuneración de asalariados. Este incremento en las rentas nominales se destinó, fundamentalmente, a aumentar el ahorro, lo que fue especialmente notorio durante 2009, cuando el gasto nominal en consumo disminuyó. El fuerte ritmo de deterioro del mercado de trabajo y, en general, el elevado nivel de incertidumbre agregada que comenzaron a hacerse patentes en la parte final de 2008 explicarían una parte sustancial del avance en la tasa de ahorro por motivos precautorios.

A partir de 2010, las rentas de los hogares comenzaron a disminuir bajo el peso de la prolongación de la fuerte destrucción de empleo y del inicio de la consolidación fiscal. Desde entonces, los retrocesos en la renta han venido de la mano de caídas intensas en los recursos destinados al ahorro y, por el contrario, de avances en el consumo nominal de los hogares (véase gráfico 2), que, no obstante, no han sido suficientes para evitar las caídas que, desde comienzos de 2011, se han producido en el consumo real. El hecho de que la debilidad del mercado de trabajo y, por consiguiente, la incertidumbre acerca de las rentas salariales futuras no sean claramente menores en esta fase más reciente de la crisis que en sus primeras etapas indica que, si bien los motivos precautorios que impulsaron el ahorro en 2008 y 2009 no han remitido, estos

han estado dominados desde 2010 por algún otro factor que opera en el sentido contrario, ejerciendo un efecto negativo sobre el ahorro.

Un primer factor que tener en cuenta, en este sentido, es el relativo al papel del ahorro como factor estabilizador del patrón temporal del consumo. En la medida en que los agentes valoran positivamente una senda de consumo estable a lo largo del tiempo, su respuesta natural frente a perturbaciones negativas transitorias en su nivel de renta y riqueza es reducir la tasa de ahorro. Asimismo, la hipótesis acerca de la presencia de rigidices a la baja (no linealidades) en los niveles de consumo real, cuando estos son ya relativamente bajos, en un marco de caídas persistentes en la renta, aparece como una de las explicaciones más plausibles de la caída reciente en la tasa de ahorro. En efecto, la información desagregada a nivel de hogares disponible a partir de la Encuesta de Presupuestos Familiares revela que, para los hogares con niveles de renta relativamente bajos, la propensión a aumentar el ahorro cuando se produce un incremento en la renta es baja, mientras que la tendencia a reducirlo ante una caída en la renta es relativamente alta (véase gráfico 4). De este modo, en la medida en que una proporción elevada de los hogares españoles han visto reducida su renta en los últimos tres años, su tasa de ahorro y, por consiguiente, la tasa agregada de la economía han podido contraerse de forma desproporcionalmente elevada a través de un comportamiento no simétrico como el descrito.

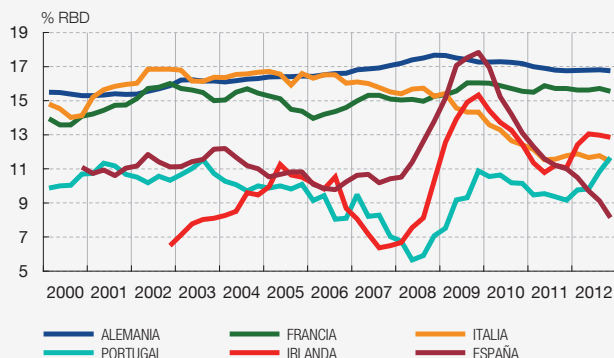
La desagregación del consumo por tipo de bien (duradero y no duradero) es también muy ilustrativa acerca de la posible naturaleza de la rigidez a la baja en el consumo total de los hogares. En concreto, la proporción de la renta destinada al consumo de bienes no duraderos, que normalmente engloban una mayor proporción de bienes esenciales que el de duraderos, ha aumentado de manera continua desde 2010 (véase gráfico 3). La descomposición de la ratio entre el gasto en bienes no duraderos y la renta revela que el consumo real de estos bienes ha mostrado oscilaciones, en ambos sentidos, de cuantía limitada. De este modo, la reducción en la tasa de ahorro a partir de 2010 es, en parte, el resultado del aumento sostenido en los precios de estos bienes como consecuencia de las sucesivas alzas que desde entonces se han producido en el IVA y en algunos precios regulados (como son la electricidad, algunas tasas o el precio de los transportes). A ello ha contribuido también la compresión de rentas, que fue especialmente notoria durante 2010, tras la reversión de algunas de las reducciones de la carga impositiva que habían sido adoptadas en 2008, y en la parte final de 2012, como resultado de la mayor moderación salarial observada recientemente y de la supresión de la paga extraordinaria de los empleados públicos correspondiente a diciembre de ese año (véase gráfico 3).

Así, desde el punto de vista del consumo, el principal factor que ha influido positivamente sobre la tasa de ahorro en la fase más reciente de la crisis ha sido la fuerte caída en el consumo real de bienes duraderos que se ha producido desde el comienzo de la crisis, con la excepción del repunte temporal en el consumo de estos bienes en la segunda mitad de 2009 (véase gráfico 3). La diferencia en el grado de sensibilidad entre ambos tipos de consumo

—duradero y no duradero— frente a variaciones en la renta queda patente en las estimaciones dinámicas de las respectivas elasticidades contenidas en el gráfico 5. Así, mientras que la elasticidad-renta del consumo real de bienes no duraderos apenas ha variado en la última década, el gasto en bienes duraderos

se ha hecho notablemente más sensible ante fluctuaciones en la renta de los hogares durante el período de la crisis. Este último efecto, a su vez, podría estar reflejando el endurecimiento en las condiciones de acceso al crédito por parte de los hogares durante los últimos años, en la medida en que el consumo de bienes

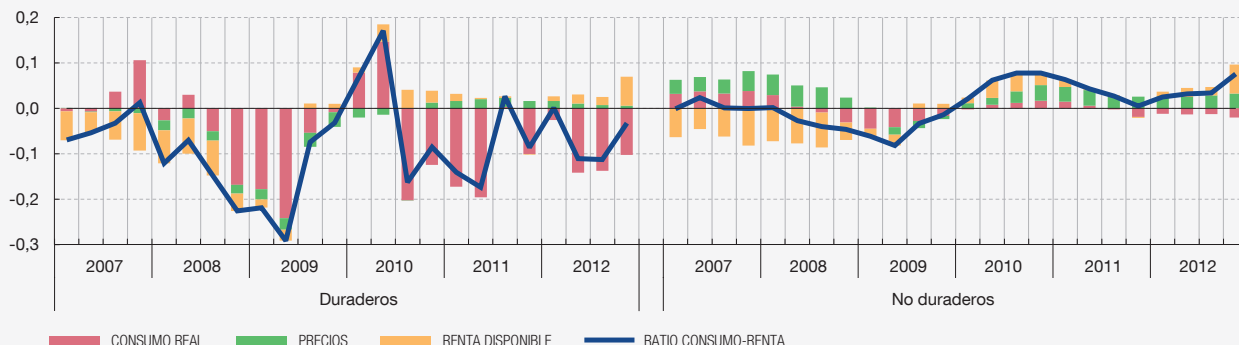
1 TASA DE AHORRO DE LAS FAMILIAS



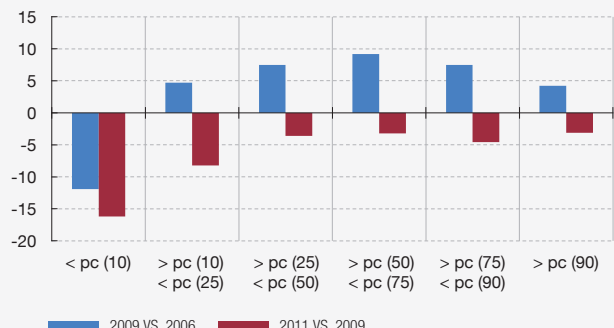
2 VARIACIONES DEL AHORRO



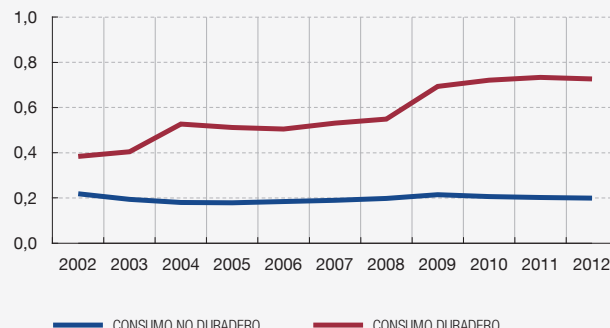
3 DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DE LA RATIO CONSUMO-RENTA ENTRE SUS COMPONENTES



4 VARIACIÓN DE LA TASA DE AHORRO MEDIA POR PERCENTIL DE RENTA (a)



5 ELASTICIDAD DEL CONSUMO A LA RENTA (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las barras azules (granates) muestran el cambio en la tasa de ahorro medio por percentil de renta entre 2006 y 2009 (entre 2009 y 2011). Las tasas de ahorro por hogar se han calculado con los datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares. Los ingresos y gastos se han elevado para aproximarse a los conceptos análogos de contabilidad nacional y así corregir la infradeclaración de los ingresos y gastos de la encuesta.
- b Véase Gerlach y Bachetta (1997), «Consumption and credit constraints: international evidence», *Journal of Monetary Economics*.



duraderos suele descansar en mayor grado en el recurso a esta fuente de financiación. De este modo, una menor capacidad de crédito conllevaría un aumento de la proporción del gasto en bienes duraderos que ha de financiarse con recursos propios de los hogares, lo que reflejaría la mayor sensibilidad frente a la renta presente en los datos.

En definitiva, del análisis anterior se concluye que la caída en la tasa de ahorro de las familias españolas en los últimos tres años obedece, en parte, a la debilidad de las rentas y al dinamismo de

los precios de consumo, impulsados por las alzas impositivas y las subidas de algunos precios regulados, en un contexto en el que el fuerte retroceso en el consumo real de bienes duraderos ha contrastado con la marcada estabilidad del de bienes no duraderos. Previsiblemente, la atonía de las rentas seguirá detrayendo recursos de las familias y mermando su capacidad de ahorro en el futuro cercano, mientras que la moderación en el avance de los precios, en ausencia de nuevas subidas impositivas, en un marco de escaso dinamismo del consumo real, debería facilitar la progresiva estabilización de la tasa de ahorro.

el parque total, y en ellas tanto el volumen de transacciones como el de visados de obra nueva fueron muy superiores en 2012.

La inversión empresarial se redujo en un contexto de contracción de la demanda interna, condiciones de financiación estrictas y elevada incertidumbre

A su vez, la inversión empresarial mantuvo la trayectoria de descenso iniciada a finales de 2011, con una caída estimada del 1,9 % en el promedio del año, muy condicionada por la debilidad de la actividad y unas condiciones de financiación restrictivas, en un contexto en el que prevaleció un elevado nivel de incertidumbre. En los meses de verano, se observó un freno transitorio en la senda de descenso de la inversión empresarial, posiblemente, ligado a la mejora de la situación de liquidez de algunas sociedades tras la aplicación del programa de pago a proveedores por parte de la Administración Central puesto en marcha en la primavera.

El componente de bienes de equipo fue el que contribuyó en mayor medida al retroceso de la inversión empresarial, mientras que el gasto en construcción no residencial de las empresas apenas cayó. De esta forma, el ajuste en la inversión en bienes de equipo está siendo más intenso que el observado en el área del euro y, sobre todo, más prolongado que en otros episodios de crisis anteriores. El bajo nivel de gasto en equipo llevado a cabo en los dos últimos años apenas cubre la depreciación del *stock* de capital instalado. Para el año en curso, es previsible que se prolongue el tono contractivo de la inversión empresarial, habida cuenta de la persistencia de los anteriores factores negativos. No obstante, el aumento de la capacidad productiva de los sectores más beneficiados por el dinamismo de las ventas al exterior y la mayor disponibilidad de recursos internos podrían mitigar la caída de esta variable.

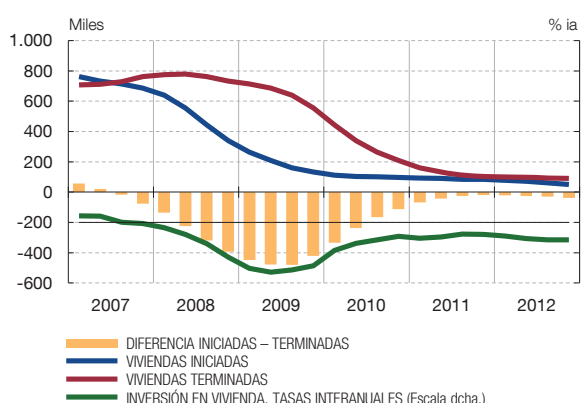
En 2012, continuó el proceso de saneamiento de los balances de las sociedades no financieras, que aumentaron su capacidad de financiación y disminuyeron su ratio de endeudamiento

El pasado año se registró un nuevo aumento del ahorro empresarial, asociado, fundamentalmente, a la contención de la remuneración de asalariados, lo que compensó parcialmente el mayor pago de impuestos. El aumento del ahorro de las empresas y, en menor medida, la debilidad de su inversión llevaron en 2012 a una nueva ampliación de la capacidad de financiación del sector, hasta el 3,5 % del PIB. Este proceso se está llevando a cabo en un contexto de disminución del endeudamiento y la carga financiera del sector, coherente con una intensificación de la contracción del crédito concedido a las empresas no financieras, que se redujo en torno a un 8 % en 2012.

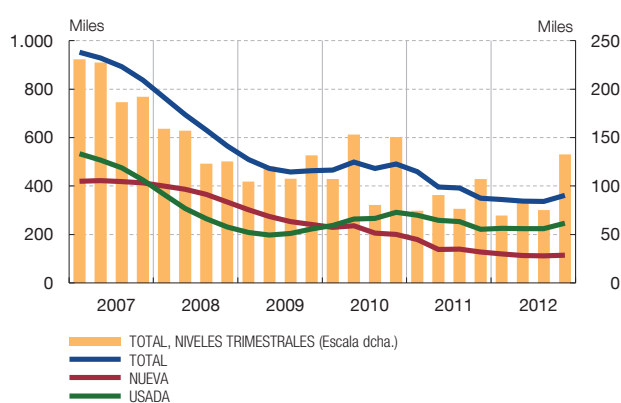
Las AAPP tuvieron una aportación contractiva a la demanda interna

La demanda de las AAPP —que representa en torno a una quinta parte del PIB, en términos nominales— tuvo un comportamiento muy contractivo en 2012, como consecuencia del proceso de consolidación presupuestaria. Así, el componente de inversión pública se

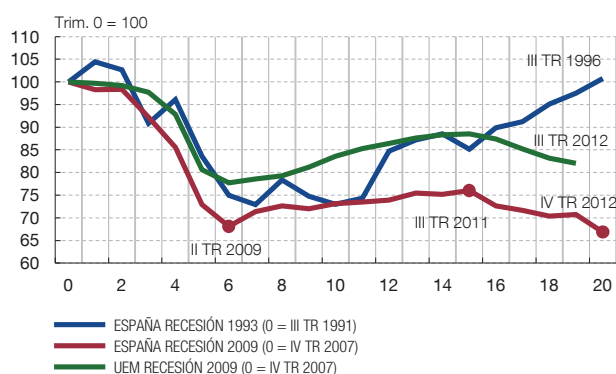
OFERTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO DE CUATRO TRIMESTRES)



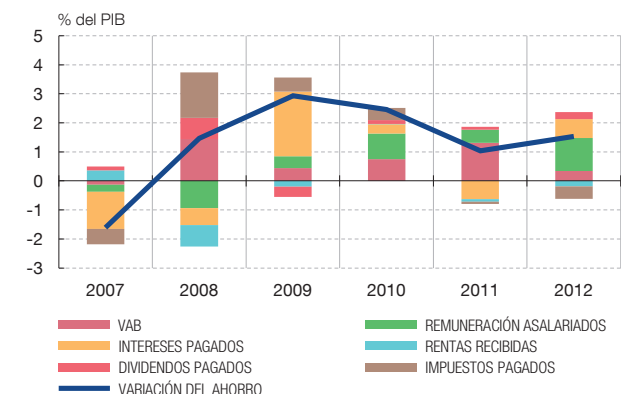
COMPRAVENTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO DE CUATRO TRIMESTRES)



INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO: AJUSTE DESDE EL INICIO DE LA RECESIÓN  
Trim. 0: máximo del ciclo en tasa intertrimestral



VARIACIÓN DEL AHORRO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



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

redujo en algo más del 40 % (tras la caída del 30 % de 2011), disminuyendo su peso en el PIB en más de 1 pp, hasta el 1,7 %, mientras que el consumo público nominal cayó un 5,1 %. Algo más de un tercio de este descenso se debió a la disminución de las compras netas de bienes y servicios, que se contrajeron por tercer año consecutivo, mientras que los dos tercios restantes resultaron del ajuste de la masa salarial de las AAPP, tanto por la bajada de salarios públicos como por la destrucción neta de empleo en el sector.

3.2 LA DEMANDA EXTERIOR

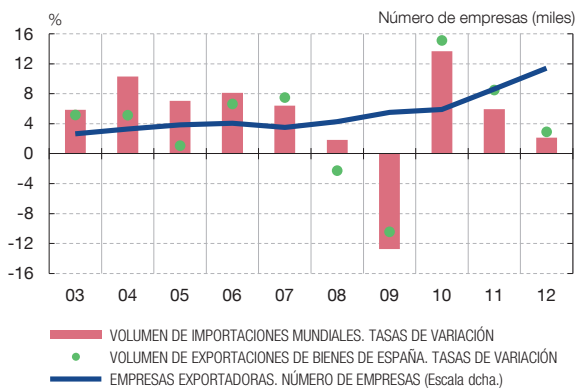
En 2012, la aportación de la demanda exterior neta al avance del PIB continuó ampliándose, sobre todo por el descenso de las importaciones

La demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB en 2012, en 2,5 pp, lo que supuso la aportación más elevada desde 2009. Esta evolución reflejó la acusada debilidad de las importaciones de bienes y servicios, que retrocedieron un 5 % en términos reales, ante la fuerte contracción de la demanda interna. Por su parte, las exportaciones moderaron su ritmo de crecimiento como consecuencia de la progresiva desaceleración del comercio mundial (3,1 % en términos reales), si bien continuaron avanzando a un ritmo superior al de los mercados de exportación. En los meses transcurridos de 2013, los flujos comerciales han recuperado un cierto dinamismo y cabe prever que el sector exterior amortigüe de nuevo el impacto negativo de la demanda interna sobre la actividad en los próximos trimestres.

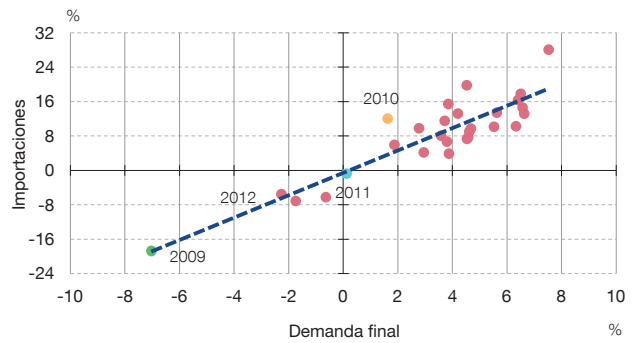
A pesar de las ganancias de competitividad-precio,

La pérdida de dinamismo del comercio mundial, y, particularmente, la de nuestros principales socios comerciales, propició que las exportaciones moderaran su ritmo de avance

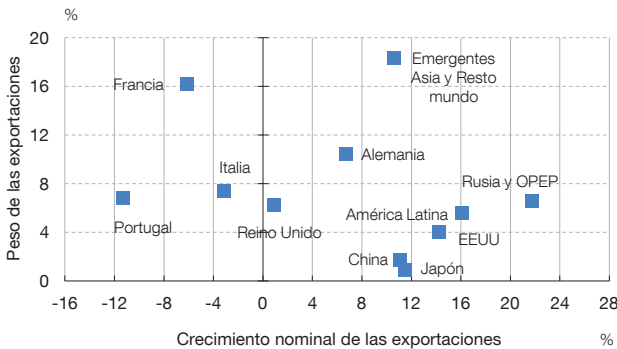
EVOLUCIÓN DE LA BASE EXPORTADORA DE BIENES



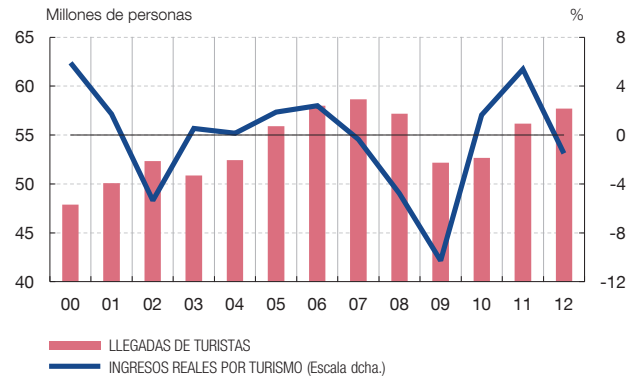
IMPORTACIONES DE BIENES Y DEMANDA FINAL 1985-2012 (Tasas de variación)



EXPORTACIONES DE BIENES POR ÁREAS GEOGRÁFICAS Año 2012



INGRESOS REALES TURÍSTICOS



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, CPB, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, ICEX, Instituto de Estudios Turísticos y Banco de España.

el aumento del número de empresas exportadoras y la diversificación de mercados, la desaceleración del comercio mundial redujo el ritmo de crecimiento de las exportaciones

en 2012, que se situó en el 2,9 % (véase gráfico 5.6). Con todo, las ventas al resto del mundo continuaron creciendo a un ritmo superior al de los mercados de exportación, favorecidas no solo por las ganancias de competitividad de los últimos años —en torno al 80 % del deterioro acumulado desde la creación de la zona del euro en términos de costes laborales unitarios relativos ya se habría corregido en 2012—, sino también por otros factores que continuarán favoreciendo su crecimiento en el futuro próximo. En particular, durante el pasado ejercicio, la base exportadora y la diversificación geográfica de las ventas al resto del mundo aumentaron, lo que se explica, en buena medida, por la propia debilidad de la demanda doméstica, que incentiva la búsqueda de nuevos mercados y las ganancias de competitividad acumuladas en estos años. En efecto, el número de empresas españolas que exportan bienes se incrementó un 11,4 % en 2012 (12,6 % en 2011), y aquellas que lo hicieron de forma regular, un 2,9 %, cifra que representa el primer avance desde 2008. Esta ampliación de la base exportadora está favoreciendo la diversificación geográfica de las ventas de bienes hacia países emergentes y en vías de desarrollo —en particular, del Norte de África y pertenecientes a la OPEP—, con un potencial de crecimiento más elevado que los mercados tradicionales y con los que, además, la correlación cíclica es reducida. Por ramas, según su intensidad tecnológica, las ventas al exterior de bienes de tecnología baja (en particular, de la industria alimenticia y de la textil) y alta (por la industria farmacéutica) mostraron un comportamiento mejor que las exportaciones de

manufacturas de tecnología media, si bien las ventas al exterior de productos químicos y de productos metálicos experimentaron crecimientos muy elevados.

Las exportaciones de servicios también ralentizaron su ritmo de avance en 2012, por el turismo, ya que las ventas de servicios no turísticos mantuvieron un tono de mayor dinamismo

Las exportaciones de servicios moderaron su crecimiento (3,4 %), pese al avance que mostraron las exportaciones de servicios no turísticos (6,6 %). Al igual que en las ventas al exterior de bienes, el aumento de la base exportadora y la diversificación geográfica explicarían este comportamiento, que se extendió a todos los tipos de servicios, salvo a los financieros, y, en especial, a los servicios a empresas. Estos mismos factores, junto con la previsible recuperación de la demanda mundial y las ganancias de competitividad, y la diversificación de la actividad por parte de las multinacionales españolas continuarán impulsando las ventas de servicios de las empresas españolas en el exterior. Por otro lado, los ingresos por turismo disminuyeron ligeramente (-1,1 %), condicionados por la incertidumbre económica en la zona del euro, el principal mercado de origen de turistas hacia España. La contención de precios —con la que se trató de amortiguar el impacto de las subidas de imposición indirecta—, la depreciación del tipo de cambio del euro frente a las principales monedas y la prolongación de la inestabilidad en algunos países de la cuenca mediterránea (Egipto y Túnez) no fueron suficientes para contrarrestar la debilidad de la demanda.

En conjunto, la cuota de participación de España en el comercio mundial de bienes y servicios, en términos reales, aumentó por cuarto año consecutivo, en particular, en servicios no turísticos. Especialmente notable fue la penetración de los productos españoles fuera de la zona del euro, en línea con la mencionada diversificación geográfica de nuestras exportaciones (véase gráfico 5.7).

En un contexto marcado por la prolongada y notable debilidad de la demanda interna, las importaciones registraron un severo retroceso en 2012

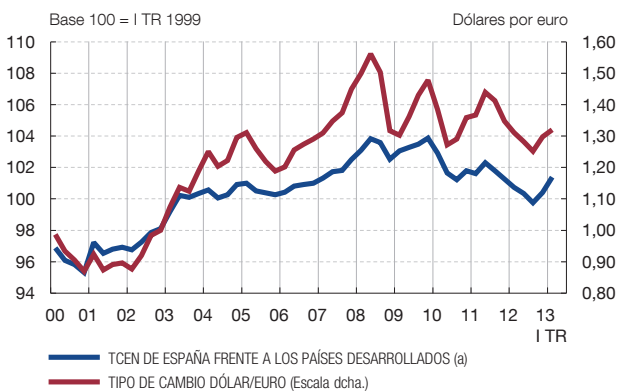
Las importaciones de bienes en términos reales agudizaron su caída en 2012 (5,5 %), en línea con la demanda final. Por su parte, el encarecimiento de los bienes y servicios importados también contribuyó a reducir la demanda de productos foráneos. Así, en 2012, el retroceso de las compras al exterior fue generalizado para todos los grupos de productos, aunque especialmente intenso en el caso de bienes de consumo duradero, de maquinaria y otros bienes de equipo y algunos bienes industriales intermedios. Por su parte, el encarecimiento del petróleo contribuyó a elevar la factura energética de la economía española, lo que impidió una mejora adicional en la corrección del saldo exterior. Por su parte, las importaciones de servicios no turísticos retrocedieron en el conjunto del año. Asimismo, los pagos por turismo se redujeron, condicionados por la evolución de consumo privado, la elevada tasa de paro y la incertidumbre económica.

#### 4 La actividad

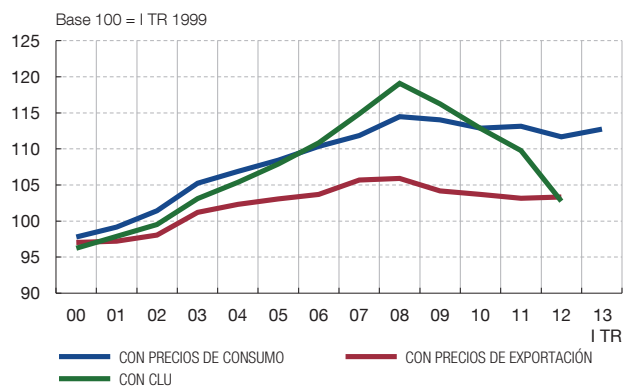
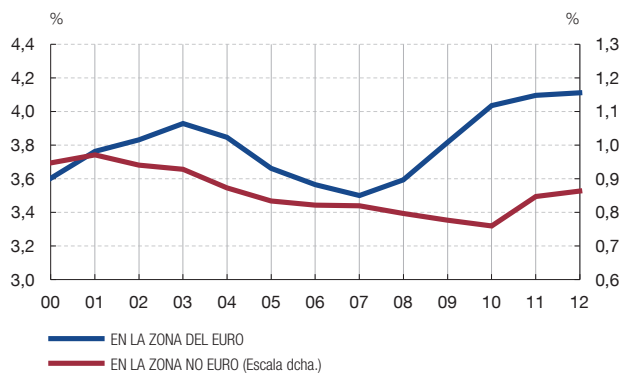
La actividad de la economía de mercado cayó durante 2012, con retrocesos tanto de la industria como de los servicios de mercado

Durante el pasado año, el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado se contrajo un 1,8 %, acentuando su debilidad en el tramo final del año. Este perfil fue compartido por sus dos principales sectores, esto es, la industria y los servicios de mercado. La primera intensificó su caída hasta casi el 3 %, en un contexto en que, a la fuerte debilidad de la demanda interna, se sumó la menor fortaleza de la procedente del exterior. Atendiendo al destino de la producción, los descensos fueron particularmente intensos en los bienes de equipo (véase gráfico 5.8), si bien el empeoramiento afectó también a los bienes intermedios, sobre todo a los destinados a la construcción y a los servicios, y a los de consumo. Dentro de estos últimos, la producción de bienes de consumo no duraderos, que se había mantenido bastante estable desde el inicio de la crisis, cedió en 2012 con cierta intensidad. El descenso de la producción de bienes duraderos también fue significativo, en un marco en que el PIVE apenas pudo proporcionar un modesto estímulo a la demanda interna de automóviles. A tenor del grado de utilización tecnológica, los registros menos negativos correspondieron a las industrias de tecnología alta y media-alta,

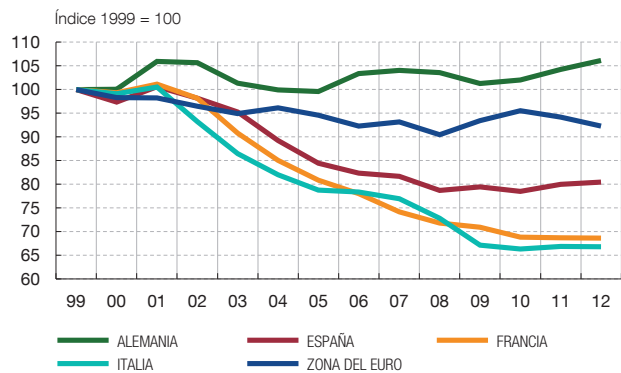
## TIPOS DE CAMBIO



## TCER FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)

CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA  
En términos reales. Bienes

## CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS, EN TÉRMINOS REALES



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

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

siendo la rama farmacéutica la única que cerró el año con un modesto avance. La información disponible relativa a los primeros meses de 2013 apunta a una moderación del ritmo de caída de la actividad del sector.

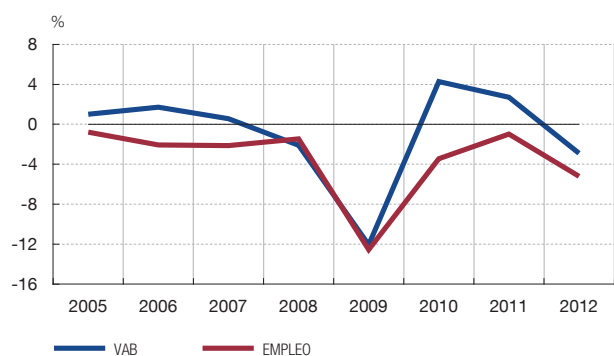
El VAB de los servicios de mercado retrocedió un 0,3 %, con un marcado perfil contractivo en la parte final del año, que se concentró en las ramas de comercio, transporte y hostelería como consecuencia de la subida de tipos del IVA. Por el contrario, los servicios relacionados con las telecomunicaciones y con las tecnologías de la información registraron una evolución algo más favorable.

La construcción siguió acusando el efecto de la fuerte contracción de la obra pública

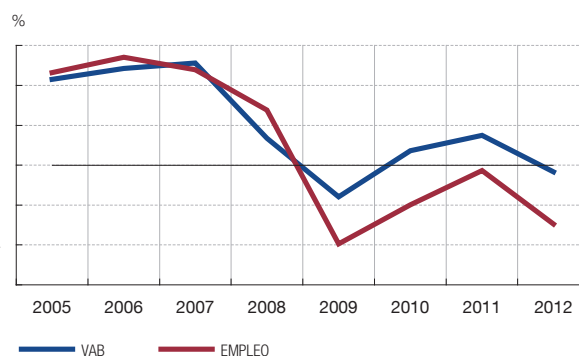
El VAB de la construcción intensificó su caída en comparación con 2011, en algo más de 2 pp, hasta el -8,1 %, afectado, principalmente, por la renovada debilidad de la inversión residencial y por el retroceso de la obra pública, muy condicionada por la severidad de los planes de consolidación presupuestaria.

Por último, las ramas primarias mantuvieron un tono positivo, aunque moderaron su ritmo de expansión. Al igual que en la industria, la actividad del sector primario se sustentó, sobre todo, en la demanda exterior. Las perspectivas para el sector podrían verse condicionadas por el impacto de la reforma de la Política Agraria Común (PAC), que contempla una cierta reducción de las ayudas comunitarias a partir del próximo año.

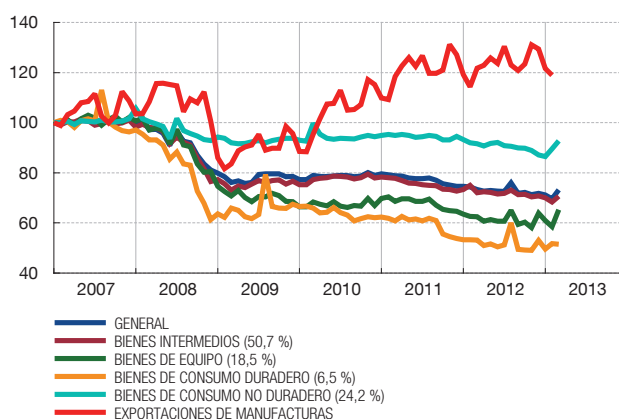
INDUSTRIA Y ENERGÍA  
Tasa interanual



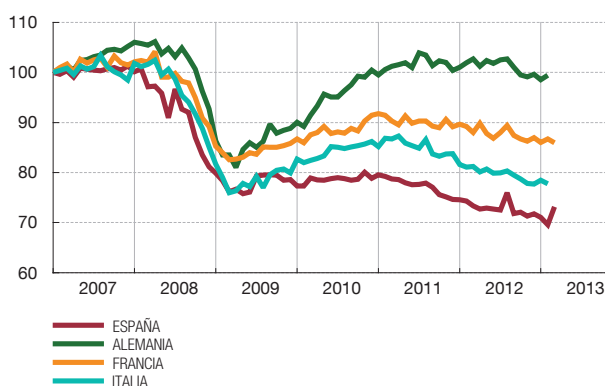
SERVICIOS DE MERCADO  
Tasa interanual



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y COMPONENTES  
Corregido de efectos de calendario y desestacionalizado (enero 2007 = 100)



COMPARACIÓN INTERNACIONAL DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Corregido de efectos de calendario y desestacionalizado (enero 2007 = 100)



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

## 5 El mercado de trabajo

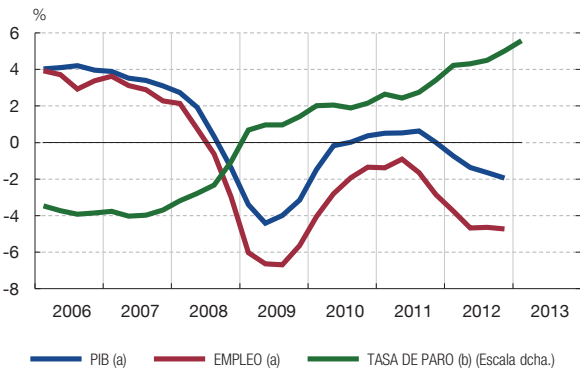
La destrucción de empleo continuó en 2012, tras cinco años consecutivos de descenso de la ocupación

La pérdida de puestos de trabajo se concentró en el colectivo de asalariados, especialmente en aquellos con contrato temporal

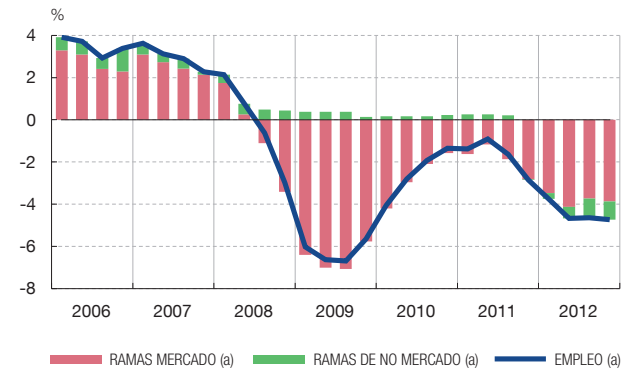
El empleo registró un acusado descenso, del 4,4 % en el conjunto del año 2012, muy superior al observado el año anterior, que situó la tasa de empleo en el 55,4 %, casi doce puntos por debajo de su nivel en 2007. La información que proporciona la estadística de flujos brutos de trabajadores revela que este empeoramiento no responde a una intensificación en la destrucción de empleo, puesto que la tasa de salida del empleo permaneció en 2012 en un nivel muy similar al observado desde el inicio de la crisis (véase gráfico 5.9). Por el contrario, obedeció a un descenso adicional de la tasa de salida del desempleo. Por su parte, la productividad aparente del trabajo mantuvo un marcado dinamismo (3,2 %), que, al menos parcialmente, podría seguir reflejando el mayor retroceso de los segmentos menos productivos del mercado de trabajo. Los indicadores coyunturales disponibles a comienzos de 2013 apuntan a una ligera suavización de los descensos de la ocupación, que, en todo caso, no augura una creación neta de empleo a corto plazo.

Tras el tímido crecimiento observado en 2011, el deterioro de la actividad en 2012 llevó a un acusado descenso de los trabajadores con contrato temporal, mientras que la destrucción de empleo indefinido se intensificó, pero, en línea con el patrón observado desde el inicio de la crisis, a un ritmo considerablemente inferior. Esto último propició que la ratio de temporalidad cayese hasta el 23,6 %, algo más de 8 pp por debajo de la registrada en 2007. Por su parte, por primera vez desde 2008, el empleo no asalariado

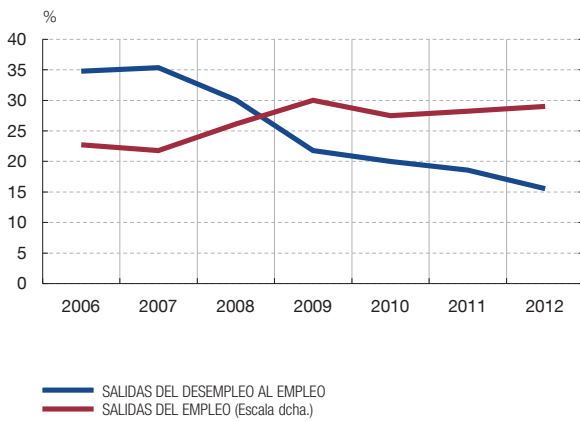
PRODUCTO, EMPLEO Y PARO (a)  
Tasas interanuales



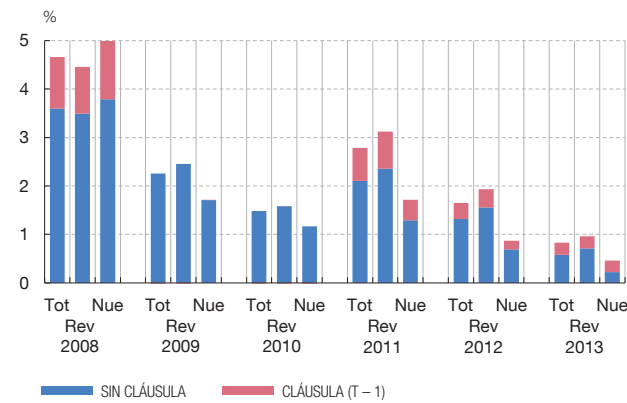
VARIACIÓN INTERANUAL DEL EMPLEO Y CONTRIBUCIÓN DE LAS RAMAS DE MERCADO Y NO MERCADO



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



TARIFAS SALARIALES (c)



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

- a CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo. Se toman como ramas de no mercado las siguientes: Administración Pública, Educación y Sanidad.
- b A partir de los datos oficiales de la EPA.
- c Datos anuales. Los años 2011 y 2012 son provisionales, con información hasta enero de 2013. El año 2013, con información hasta abril. Tot: total de convenios. Rev: convenios plurianuales con efectos económicos en t, no siendo este el primer año de vigencia del mismo. Nue: convenios cuyo primer año de vigencia es t. Cláusula correspondiente al año anterior.

experimentó un aumento, reflejo del incremento en el colectivo de mayor edad y en algunas ramas de servicios. Atendiendo a la distribución del empleo por grupos de edad o educación, el deterioro del mercado de trabajo durante el pasado año fue bastante generalizado, con descensos significativos en colectivos muy afectados por la crisis en los años anteriores, como los trabajadores más jóvenes y aquellos con menores niveles educativos, y caídas de la ocupación entre algunos colectivos que habían presentado crecimiento del empleo en 2011, como son los trabajadores de mayor edad o aquellos con estudios universitarios.

Las ramas de no mercado mostraron por primera vez una caída del empleo

Por ramas de actividad, lo más destacable fue que, por primera vez en esta fase cíclica, el empleo de las ramas de no mercado experimentó un retroceso (-3%), como consecuencia de los planes de recorte del empleo público asociado al proceso de consolidación presupuestaria, que afectó singularmente a los asalariados del sector público con contrato temporal (-24%) y en las Administraciones locales y regionales. Con todo, la caída del empleo fue superior en la economía de mercado, tras un empeoramiento generalizado por ramas respecto a 2011. En particular, la construcción volvió a mostrar la

evolución más negativa (-18,6 %), aunque la pérdida neta de empleo fue también significativa en la industria (-5,2 %) y los servicios de mercado (-2,9 %) (véase recuadro 5.3 para un análisis más desagregado de la reasignación de factores entre ramas productivas desde el inicio de la crisis).

La tasa de paro aumentó hasta el 26 % a finales de 2012, en un contexto de caída de la población activa

El número de desempleados intensificó su ritmo de aumento hasta el 15,4 % en 2012, y la tasa de desempleo se situó en el 26 % en el último trimestre del año, con un aumento de 4,2 pp respecto a finales de 2011. La disminución de la tasa de creación de empleo experimentada en 2012 elevó la duración media de la situación de desempleo hasta más de 10 meses, frente a los 5 meses de duración en 2007. De esta forma, la incidencia del paro de larga duración se situó en un 52,4 % del total de desempleados, siendo especialmente elevada en los colectivos de mayor edad y menor nivel de formación. Este aumento en la duración media de los períodos de desempleo habría vuelto a elevar el componente estructural del desempleo.

El descenso de la población activa durante el ejercicio (-0,2 %) solo pudo compensar muy parcialmente la tendencia contractiva del empleo, a pesar de que se acentuó en la parte final del año, con una caída de los activos del 0,7 % en el último trimestre. Esta evolución vino condicionada por la aceleración del proceso de salida de población extranjera, que se redujo en unas 110.000 personas (-2,3 %) en el pasado año. Por su parte, la tasa de actividad se mantuvo estable en el 60 % en el conjunto de 2012, aunque mostró un perfil decreciente a lo largo del mismo. Esta evolución fue el resultado de un aumento de la tasa de participación de las mujeres españolas similar al de los dos últimos años que compensó el descenso observado entre los hombres nacionales y la población extranjera de ambos sexos, los más afectados por el deterioro del mercado de trabajo desde el inicio de la crisis.

Los salarios moderaron su crecimiento en 2012, reflejando un menor grado de indexación y algunos signos de una mayor respuesta a la situación del mercado laboral

En 2012, y también durante los primeros meses de 2013, los salarios mostraron una mayor reacción ante la situación del mercado laboral, como consecuencia, principalmente, de la moderación en los incrementos acordados en los convenios colectivos. Así, en 2012, los aumentos medios pactados en la negociación colectiva pasaron del 2,1 % al 1,3 %, con una apreciable desaceleración tanto en los convenios de nueva firma como en los revisados. En el primer caso, el incremento salarial medio se situó en el 0,7 % (1,6 % en 2011), mientras que en los segundos se redujo hasta el 1,5 %, reflejando un menor grado de indexación a la inflación pasada que el observado en ejercicios precedentes. En conjunto, la remuneración por asalariado del sector privado aumentó un 0,6 % en 2012, tras el 1,5 % de 2011, con incrementos prácticamente nulos en los tres últimos trimestres del año. Con respecto a 2013, con información hasta marzo, se observa también una menor indexación en los convenios revisados correspondientes, que presentan un incremento salarial del 0,7 %, y una apreciable moderación adicional en los convenios de nueva firma, con un incremento del 0,1 %. Asimismo, el impacto de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación se estima en 0,2 pp para este año, nivel considerablemente inferior al de episodios previos de repunte de la inflación a finales del ejercicio precedente, como sucedió en 2012. Ese menor impacto refleja tanto un menor porcentaje de convenios con cláusulas de salvaguarda como una definición de dichas cláusulas más acorde con los términos pactados por los agentes sociales a principios de año, que se distanciaba de la aplicación mecánica del IPC de diciembre. Este patrón de mayor moderación salarial es un ingrediente fundamental para la reactivación de la economía española y, en particular, para favorecer la creación de empleo.



La intensidad de la crisis en España ha provocado que desde su inicio en 2008 hayan desaparecido alrededor del 7 % de las empresas existentes<sup>1</sup> y se haya reducido el empleo en cerca del 20 %. Resulta, no obstante, relevante identificar si estos efectos tan adversos a nivel agregado han sido de carácter generalizado o si, por el contrario, se han concentrado en determinados sectores y/o empresas y, en particular, si se está produciendo una cierta reasignación de los recursos de la economía hacia empresas o sectores con mayor nivel de productividad o potencial de crecimiento en el futuro. Este recuadro analiza en qué medida la crisis está dando lugar a una reasignación de factores productivos y trata de caracterizar aquellos sectores con un mejor comportamiento relativo desde el inicio de la crisis. Para ello, se ha utilizado

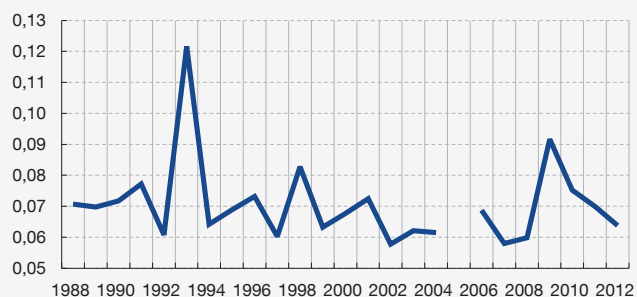
la información financiera-contable disponible en la Central de Balances del Banco de España sobre las sociedades no financieras y del Directorio Central de Empresas (DIRCE), con información hasta 2011, así como la información procedente de la EPA, disponible hasta 2012, en su detalle por ramas de actividad.

Con carácter general, se puede afirmar que el impacto de la crisis está siendo relativamente heterogéneo por ramas de actividad. El sector de la construcción, por ejemplo, ha perdido un 25 % del número de empresas y un 60 % del empleo desde 2008, mientras que algunas ramas de los servicios de no mercado y el sector energético y de reciclaje han experimentado creación neta de empresas y una evolución positiva del empleo desde el inicio de la crisis. Esta heterogeneidad en el comportamiento de las distintas ramas económicas es el resultado de una reasignación de factores productivos entre sectores. Para aproximar la intensidad con la que está produciéndose dicha reasignación, se utilizan distintas medidas. En primer lugar, se construye un indicador que evalúa la dispersión de las tasas de variación del empleo entre las ramas de actividad. En el gráfico 1 se presenta la evolución de la desviación

1 Teniendo en cuenta tanto la creación como la destrucción de empresas en el período. La serie histórica de demografía empresarial del INE arranca en 1995, por lo que no se tiene información sobre la destrucción de empresas durante la crisis de principios de los años noventa. Durante la desaceleración económica de principios de la década de 2000, el stock de empresas creció en torno a un 10 % respecto al stock de empresas existente en 1999.

GRADO DE REASIGNACIÓN DE FACTORES PRODUCTIVOS ENTRE SECTORES

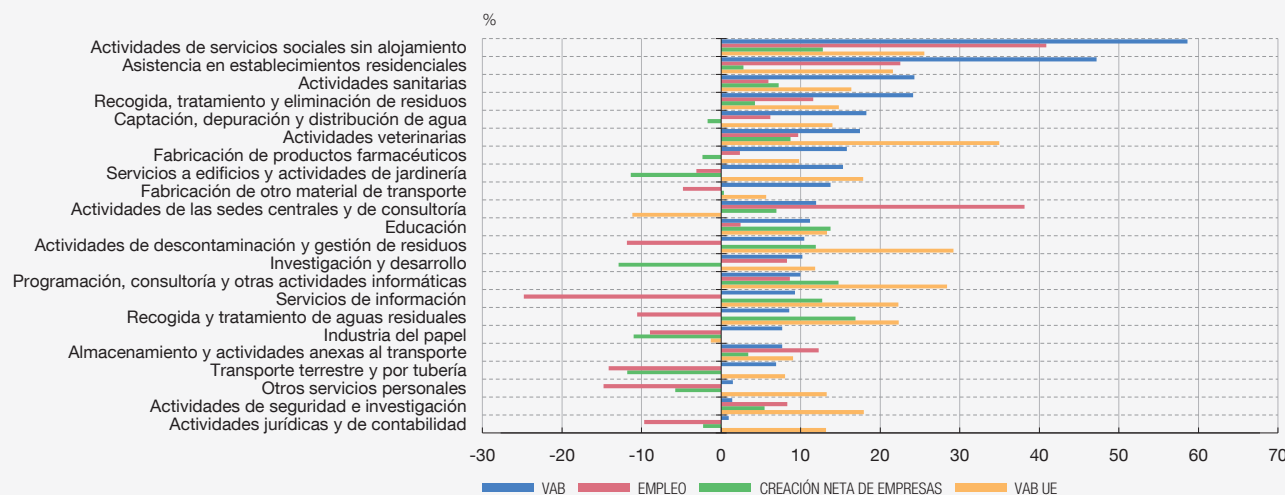
1 DESVIACIÓN TÍPICA PONDERADA DE LA VARIACIÓN DEL EMPLEO SECTORIAL



2 FACTOR DE DESCOMPOSICIÓN DE FOSTER



3 TASA DE VARIACIÓN ACUMULADA DESDE 2008 A 2011



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

típica ponderada de las tasas de variación del empleo entre sectores a una desagregación de dos dígitos<sup>2</sup>. Se observa que esta dispersión permaneció relativamente constante en las fases alcistas del ciclo económico, mientras que aumentó en las etapas de crisis, tanto en 1993 como desde 2008. Cabe reseñar, no obstante, que, de acuerdo con esta medida, el grado de reasignación sectorial del empleo fue superior en la crisis de principios de los años noventa.

Una segunda aproximación consiste en efectuar una descomposición contable del crecimiento de la productividad observada que permita identificar la contribución al mismo del trasvase de recursos hacia sectores más productivos<sup>3</sup>. En otras palabras, esta medida recoge la intensidad con la que se observan ganancias en el peso relativo de los sectores con niveles de productividad más elevados, lo que, desde un punto de vista económico, supondría una reasignación eficiente de los recursos. Como se observa en el gráfico 2, un índice de esta medida calculado a partir de los datos de la Central de Balances muestra un nivel muy estable a lo largo de todo el ciclo expansivo de la economía española, lo que sería coherente con el escaso dinamismo de la productividad observada en ese período. Sin embargo, se aprecia un aumento del valor de este índice en 2009 y, sobre todo, en 2011, lo que podría constituir un primer indicio de una reasignación más eficiente de los recursos durante la crisis<sup>4</sup>.

Por otra parte, para identificar qué sectores son los que han mostrado un mejor comportamiento relativo desde el inicio de la crisis,

en el gráfico 3 se muestran las tasas acumuladas de crecimiento entre 2008 y 2011 del valor añadido bruto (VAB), en términos nominales, y del empleo, así como la creación neta de empresas para el subconjunto de ramas que han incrementado su valor añadido en 2011 respecto a su valor en 2008<sup>5</sup>. En este gráfico es posible identificar un grupo reducido de sectores que muestra una evolución positiva en los indicadores de actividad, de entre los que la mayoría pertenecen a las actividades de servicios, tanto de las ramas de no mercado (educación, sanidad y servicios sociales) como de algunas actividades de mercado (servicios a empresas, consultoría, actividades informáticas y transporte, entre otros), mientras que en las ramas manufactureras solo pertenecen a esta categoría los subsectores de la fabricación de otro material de transporte y productos farmacéuticos. La comparación con países de nuestro entorno geográfico muestra que los sectores económicos que han tenido un mejor desempeño en España han presentado, en general, un comportamiento igualmente positivo en una submuestra de países de la UEM en el período analizado<sup>6</sup>. Esta elevada correlación sugeriría que al menos parcialmente los movimientos observados por ramas de actividad en España y el resto de Europa están siendo impulsados por tendencias comunes.

En conjunto, los diferentes resultados presentados muestran que, aunque la crisis iniciada en 2008 está teniendo efectos muy negativos sobre el número de empresas y el empleo a nivel agregado, se observa una cierta heterogeneidad sectorial que permite identificar algunos sectores de actividad, en particular de la rama de servicios, con una evolución más favorable en términos de actividad, empleo y creación neta de empresas. En paralelo, se encuentra evidencia de una cierta reasignación sectorial de los factores productivos hacia sectores con mayor nivel de productividad observada, lo que, de consolidarse y ampliarse hacia un número más amplio de actividades, podría redundar en un mayor crecimiento de la productividad agregada en el futuro.

2 Ponderada por el peso de cada sector en el empleo total. La desagregación corresponde a los dos dígitos de la CNAE 93 entre 1987 y 2008 y de la CNAE 2009 a partir de entonces. La desviación típica sin ponderar ofrece resultados muy similares.

3 Ese componente de la descomposición contable del crecimiento de la productividad se denomina *between term* en inglés y en este contexto se ha calculado como la covarianza entre el aumento del peso de un sector determinado, medido en términos de valor añadido real, y su productividad relativa. Para más información, véase Haltiwanger, Krizan y Foster (1998), *Aggregate Productivity Growth: Lessons From Microeconomic Evidence*, Working Papers 98-12, Center for Economic Studies, US Census Bureau.

4 Hay que tomar con cierta cautela este dato de 2011, ya que el ejercicio todavía no está cerrado. En particular, debe tenerse en cuenta que para 2011 se ha trabajado con información de 180.000 empresas, frente a las más de 300.000 de 2010.

5 Estas ramas corresponden con la desagregación a dos dígitos de la CNAE 2009. Se han excluido las ramas de las actividades financieras y de seguros.

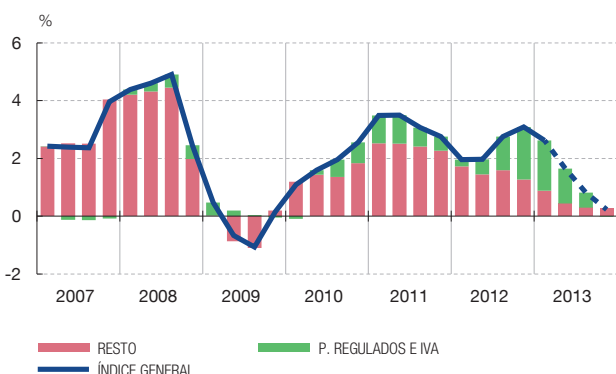
6 Esta submuestra incluye Alemania, Francia, Italia y Portugal en el caso del VAB, y Francia, Italia y Portugal en el caso del empleo. La fuente de la información es la base de datos BACH.

## 6 Los precios y los costes

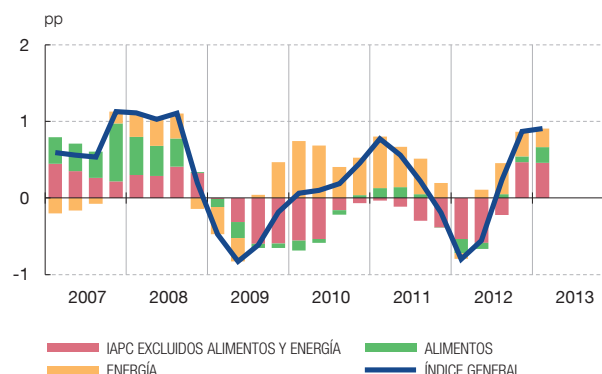
La inflación mantuvo un nivel elevado en 2012, con un perfil ascendente en los meses de verano y una cierta desaceleración al final del año, proceso que se ha prolongado al inicio de 2013

En el conjunto de 2012, el IPC aumentó un 2,4 %, 0,8 pp por debajo del año anterior. Esta cifra encubre tres períodos con evoluciones claramente diferenciadas (véase gráfico 5.10). Así, tras oscilar en torno al 2 % en el primer semestre, a partir de julio se produjo una acusada aceleración de los precios de consumo, cuya variación interanual llegó a alcanzar el 3,5 % en octubre. Sin embargo, desde entonces se ha venido registrando un descenso gradual de la tasa de variación interanual del IPC, hasta el 2,9 % en diciembre de 2012 y el 1,4 % en abril de 2013, como consecuencia de la ralentización del componente energético. El IPSEBENE — índice que excluye los alimentos no elaborados y la energía —

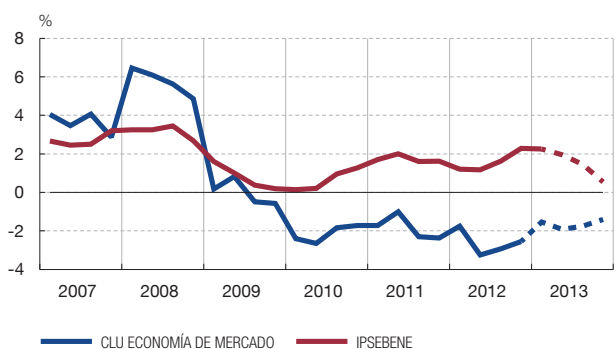
CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



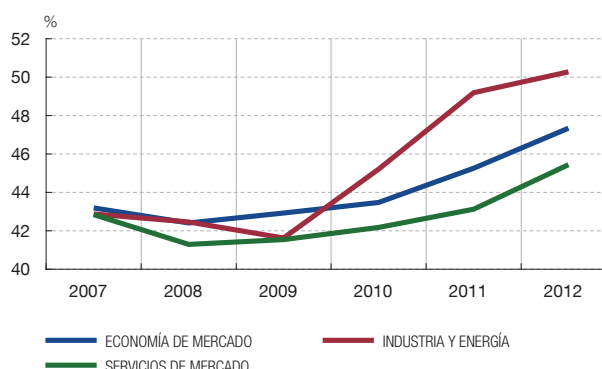
DIFERENCIAL DE INFLACIÓN (IAPC) ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



COSTE LABORAL UNITARIO E IPSEBENE. TASAS INTERANUALES



PARTICIPACIÓN DEL EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN (S/ VAB)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
 NOTA: La línea discontinua indica que se trata de una previsión.

aumentó un 1,6 % en el promedio de 2012, con un crecimiento similar al del IPC desde julio, pero sin la ralentización posterior.

El repunte de la inflación a partir del verano se debió, fundamentalmente, a factores de carácter transitorio vinculados al proceso de consolidación fiscal

El aumento de la inflación en la segunda mitad de 2012 respondió, en gran medida, al aumento de los tipos del IVA y de los precios regulados de algunos bienes y servicios que, en conjunto, llegaron a contribuir en octubre en 1,7 pp a la tasa de crecimiento del IPC general<sup>7</sup>. La traslación del aumento de la imposición indirecta a los precios de los bienes y servicios afectados se situó en torno al 40 % del impacto potencial total, magnitud similar a la estimada tras la subida del IVA en 2010, pero muy inferior a las que se produjeron tras las alzas impositivas de 1992 y 1995. Por su parte, los aumentos de precios regulados (electricidad, transporte y tasas universitarias, entre otros), por su propia naturaleza, se trasladaron plenamente.

Bajo el supuesto de ausencia de efectos de segunda vuelta en los procesos de formación de precios, lo que resulta plausible dado el actual contexto cíclico, una medida adecuada de las presiones inflacionistas subyacentes viene dada por un IPSEBENE que excluya los anteriores efectos transitorios. En estos términos, la inflación se habría desacelerado de forma relativamente sostenida desde el 1,3 % en enero de 2012 hasta el 0,7 % en marzo de 2013, que, no obstante, todavía representa un ritmo de avance de los precios poco coherente con la acusada debilidad cíclica de la economía española.

<sup>7</sup> Las subidas de precios administrados que tuvieron un mayor impacto sobre la inflación fueron las de las tasas universitarias, los medicamentos (a través del copago), la electricidad y el gas.

Los costes laborales unitarios experimentaron una acusada moderación, no compartida por los márgenes

De hecho, cabría esperar que la contracción, por tercer año consecutivo, de los costes laborales por unidad de producto hubiese permitido una evolución más favorable de la inflación. Como se comentó en el apartado 5, esta reducción de los costes unitarios del factor trabajo respondió tanto al notable incremento de la productividad aparente como, en menor medida, a la moderación de la remuneración por ocupado. La diferencia positiva entre las tasas de crecimiento de diferentes medidas de inflación —corregidas de cambios en los tipos de la imposición indirecta— y las de los costes laborales unitarios parece indicar que los márgenes empresariales por unidad de producto volvieron a aumentar en 2012, lo que, en el caso de algunos sectores con un escaso grado de competencia (como es el caso de algunos servicios e industrias de red), podría suponer un obstáculo adicional en el proceso de recuperación de la competitividad-precio.

La tasa de variación de los precios de importación se moderó, en tanto que los deflatores de la demanda redujeron su ritmo de avance

Entre los restantes determinantes de la inflación, los precios de importación se desaceleraron durante el año 2012, especialmente los de los productos energéticos. Con todo, la cotización del petróleo se mantuvo en niveles muy altos, alcanzando su máximo histórico en euros en marzo de 2012 (96 euros por barril) y descendiendo moderadamente con posterioridad. Por el contrario, los precios de otras materias primas ralentizaron su ritmo de caída conforme avanzaba el año.

Los distintos deflatores de la demanda final moderaron sus ritmos de avance, en un contexto en que, al menor crecimiento del deflactor de las importaciones, se sumó la ralentización del deflactor del PIB —que se refiere exclusivamente a la producción interior—, hasta el 0,3 % en el promedio del año.

Se volvieron a registrar mejoras de competitividad y la inflación de consumo se situó de nuevo por debajo de la del área del euro, a pesar del impacto de las medidas de ajuste fiscal

En el promedio de 2012, el diferencial de inflación con la zona del euro, medido a través del IAPC, volvió a ser negativo, situándose en  $-0,1$  pp para el índice general y  $-0,2$  pp para el IPSEBENE. Estas cifras son el resultado de dos períodos claramente diferenciados. Así, aunque durante el primer semestre del año la inflación española se situó significativamente por debajo de la de la UEM, el impulso inflacionista derivado de las medidas de consolidación fiscal dio lugar, posteriormente, a un aumento del diferencial, que, sin embargo, volvió a estrecharse en abril de 2013, situándose en  $0,3$  pp, el mínimo desde agosto de 2012, antes de la subida del IVA.

Se espera que la inflación se modere considerablemente desde el verano de 2013

La previsible moderación de los precios en 2013 descansa sobre dos tipos de factores: la desaparición del impacto inflacionista transitorio vinculado al ajuste fiscal y la persistencia de un entorno macroeconómico propicio para la moderación de la inflación. En este sentido, cabe esperar que los costes laborales por unidad de producto vuelvan a contraerse en 2013, reflejando los incrementos todavía elevados de la productividad aparente y un crecimiento moderado de los salarios. Además, la caída prevista del gasto en consumo de los hogares debería facilitar la moderación de los precios. En cualquier caso, hay que tener presentes algunos elementos de incertidumbre, como la magnitud de los efectos de las reformas de los mercados de factores y de productos sobre la trayectoria de la inflación, así como la posibilidad de un eventual recurso adicional a los incrementos de los precios administrados o de la imposición indirecta en el marco del proceso de consolidación presupuestaria.

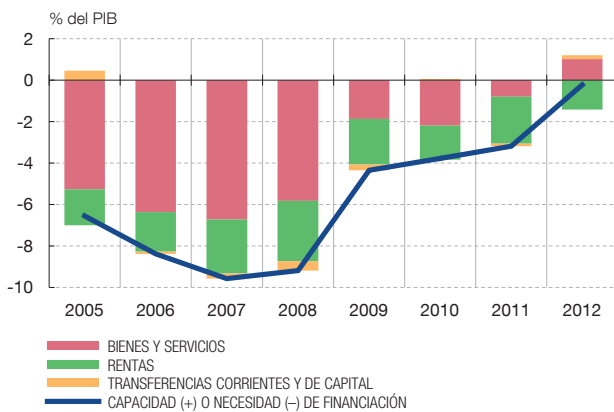
## 7 La necesidad de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales

La necesidad de financiación de la economía española se redujo sustancialmente en 2012, hasta situarse en el  $0,2$  % del PIB (tras el máximo del  $-9,6$  % del PIB en 2007),  $3$  pp menos que en el año anterior (véanse gráficos 5.11 y 5.12). Esta evolución reflejó, sobre todo, la mejoría de los saldos de bienes y servicios (de  $1,8$  pp), en particular, de su componente no energético, y de rentas (de  $0,8$  pp), debida al descenso de los pagos netos de la renta variable y de los instrumentos que devengan intereses, al que contribuyeron los menores

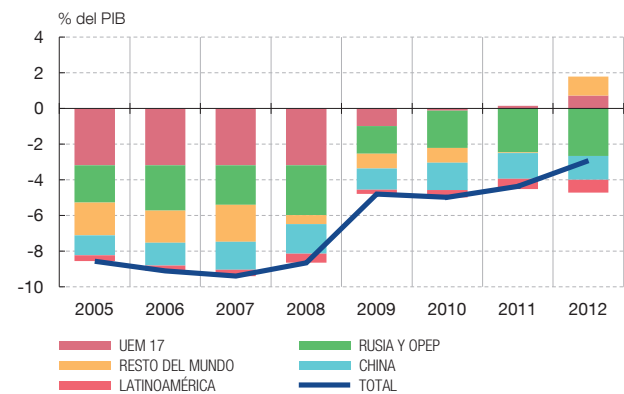
## CUENTA DEL RESTO DEL MUNDO

GRÁFICO 5.11

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN



SALDO COMERCIAL: DESGLOSE POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

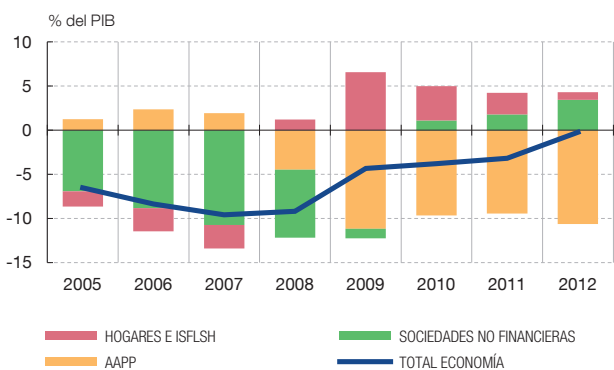


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

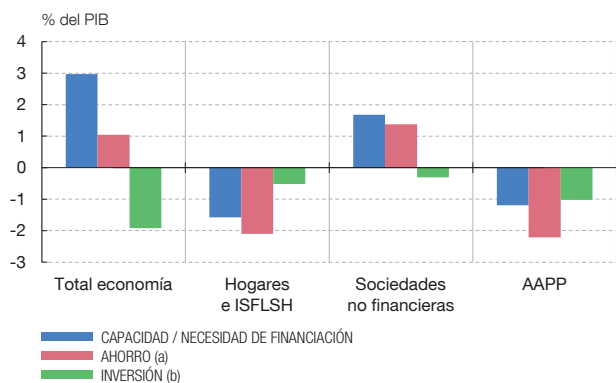
## AHORRO, INVERSIÓN Y CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

GRÁFICO 5.12

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR SECTORES



AHORRO E INVERSIÓN POR SECTORES  
Variación 2012-2011



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Ahorro bruto. Se incluyen las transferencias de capital netas.

b Formación bruta de capital. Se incluyen las adquisiciones netas de activos no financieros no producidos.

La economía española prácticamente eliminó el déficit exterior en 2012, gracias al superávit en bienes y servicios y a la disminución de los pagos netos de rentas

tipos de interés en 2012 y una composición de los pasivos en la que ganó peso el recurso a la financiación del Eurosistema.

La mejora del saldo de bienes y servicios no energéticos fue generalizada tanto por productos como por áreas geográficas

La economía española alcanzó un superávit de bienes no energéticos por primera vez desde 1985. Esta evolución reflejó, fundamentalmente, la mejoría de los saldos comerciales de bienes de consumo —tanto del componente alimenticio como del resto— y de bienes intermedios industriales. Por áreas geográficas, se amplió el superávit frente a la UE, al mismo tiempo que se redujo el déficit frente al resto del mundo, a pesar del deterioro experimentado por el saldo con los países productores de petróleo. También se incrementó el superávit de servicios (en 0,4 pp), tanto por la mejoría de los saldos de turismo como del resto de servicios, por las razones ya explicadas.

Es previsible que la economía española alcance a partir de 2013 capacidad de financiación con el exterior, si bien el endeudamiento exterior neto sigue siendo elevado

En 2013 se prevé que la economía española registre una capacidad de financiación, a la que contribuirían tanto el ajuste de las importaciones de bienes y servicios, que siguen acusando la contracción de la demanda nacional, como el avance de las exportaciones.

Como se ha explicado con detalle en el primer capítulo de este informe, resulta indispensable generar ganancias de competitividad sobre la base de un funcionamiento más eficiente de la economía para consolidar la mejoría del saldo por cuenta corriente primario —excluido el pago neto de intereses al exterior— y, con ello, reducir la elevada dependencia de la financiación exterior, requisito necesario para corregir el elevado endeudamiento frente al resto del mundo que mantiene la economía española. De hecho, su posición deudora neta se incrementó moderadamente durante 2012, en 1,6 pp del PIB, hasta situarse en el 92,9 %, lo que se explica tanto por la necesidad de financiación acumulada durante el año como, sobre todo, por el impacto negativo de los efectos valoración. Si se excluye el Banco de España, la posición deudora neta frente al exterior se redujo en 14,6 pp del PIB, hasta el 69,1 %. Las operaciones financieras de los residentes —excluido el Banco de España— acumularon en 2012 salidas netas frente al exterior por segundo año consecutivo, debido al recrudecimiento de las tensiones financieras hasta los meses de verano. Estas tensiones comenzaron a remitir a raíz, principalmente, del anuncio de las OMC por parte del BCE en agosto, lo que permitió que en el último tramo del año la economía española volviese a captar financiación del exterior. Las salidas netas de capitales se materializaron en su mayoría en otra inversión a corto plazo y, en menor medida, en inversión de cartera en renta fija a largo plazo. La deuda externa española aumentó levemente en 2012, en 1,7 pp del PIB, hasta el 166,6 %.

## 1 Introducción

Las condiciones de financiación de la economía siguen siendo muy exigentes, en parte como consecuencia de que la situación de los mercados no se ha normalizado

La acentuación de las tensiones en el área del euro durante los meses centrales del año 2012 se tradujo en un nuevo endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, que ya eran muy estrictas, y desembocó en una severa crisis de financiación exterior. La disponibilidad de activos de garantía en el sistema bancario español y el mantenimiento de una política de provisión generosa de liquidez por parte del Euro-sistema permitieron amortiguar el impacto de dichas tensiones sobre la economía. Aunque desde agosto la presión se ha moderado sustancialmente, la incertidumbre sigue siendo alta y la situación no se ha normalizado completamente. Así lo reflejan los niveles demasiado elevados que, para el tono expansivo de la política monetaria, presenta el coste de financiación de los agentes residentes, una vez descontado el riesgo de crédito asociado a la situación cíclica de la economía española.

El desapalancamiento de las familias y de las empresas ha seguido avanzando lentamente, descansando en la contracción de la deuda

El proceso de desapalancamiento en el que se encuentran inmersas las empresas y las familias ha seguido avanzando lentamente y ha continuado descansando fundamentalmente en la contracción de la deuda, en un contexto de elevada presión financiera sobre estos sectores. En el medio plazo, el retroceso de los recursos ajenos seguirá siendo la principal vía de corrección de su ratio de endeudamiento, dada la debilidad de las rentas nominales, por lo que, a escala agregada, la recuperación del dinamismo del gasto de los hogares y de las sociedades no se podrá apoyar tanto como en el pasado en la expansión de sus pasivos. A escala desagregada, sin embargo, este desarrollo puede ser compatible con un mayor acceso a la financiación por parte de los agentes en una mejor situación de solvencia y con proyectos de inversión más rentables. Para ello, debe afianzarse la disponibilidad de fondos externos para la economía española, lo que requiere perseverar en políticas conducentes a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, avanzar en medidas estructurales que estimulen el producto potencial y concluir el proceso de recapitalización, saneamiento y reestructuración del sistema bancario.

Se han dado pasos importantes en el proceso de recapitalización, saneamiento y reestructuración del sistema bancario español

El año pasado tuvieron lugar avances importantes en dicho proceso, cuya conclusión contribuirá a mejorar la confianza de los inversores y el acceso a la financiación de las entidades, compensando los potenciales efectos directos contractivos a corto plazo sobre la oferta crediticia derivados de los ajustes en el tamaño del balance a los que deberán hacer frente las entidades que han sido recapitalizadas con fondos públicos. En todo caso, no cabe esperar que estos ajustes tengan un impacto directo significativo sobre la disponibilidad agregada de financiación para los hogares y las empresas, dado el contexto actual de debilidad de la demanda y la posibilidad de que los restantes bancos puedan compensar una parte importante de esos efectos (véase recuadro 6.1).

## 2 Los mercados financieros españoles

### 2.1 LOS PRECIOS NEGOCIADOS

Hasta finales de julio, las tensiones financieras se tradujeron en un endurecimiento de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados

Hasta finales de julio, las fuertes tensiones financieras se reflejaron en la evolución de las rentabilidades y de los precios negociados en los mercados nacionales, así como también en su volatilidad (véase gráfico 6.1). De este modo, el tipo de interés de la deuda pública española a diez años y el diferencial frente a la referencia alemana al mismo plazo aumentaron hasta alcanzar los niveles más elevados desde el inicio de la UEM, llegando a superar el 7,5 % y los 630 puntos básicos (pb), respectivamente, en la última semana de julio. Las cotizaciones bursátiles descendieron, llevando al IBEX 35 a su mínimo anual, acumulando, de este modo, un retroceso del 30,5 % con respecto a finales de 2011 (muy superior al que presentaba en ese momento el EUROSTOXX 50 de la UEM —7,1 %—, y en contraste con las ganancias que presentaba el S&P 500 estadounidense —del 6,4 %—). Asimismo, las primas de riesgo crediticio se situaron en los niveles más

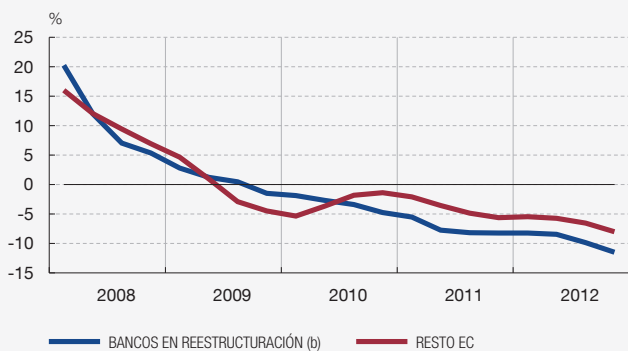
La evolución reciente del crédito a las sociedades no financieras apunta a que las instituciones en una situación de mayor debilidad están practicando unas políticas de concesión de préstamos más estrictas<sup>1</sup>. Además, la aprobación de los planes de ajuste de las entidades que han recibido fondos públicos del FROB obliga a estas a reducir adicionalmente su volumen de crédito en los próximos cinco años. Esto suscita la cuestión de hasta qué punto las empresas que, al inicio de la crisis financiera, obtenían fondos de dichos bancos se están viendo afectadas negativamente por ello y en qué medida están pudiendo sustituir la financiación que dejan de recibir de estas entidades por fondos obtenidos de otras instituciones más sólidas.

Para contestar a estas preguntas, en este recuadro se analiza, utilizando información de la CIR, la evolución del crédito concedido por las distintas entidades a las empresas no financieras, distinguiendo entre los bancos en situación de mayor debilidad (en lo sucesivo, «bancos en reestructuración»)<sup>2</sup> y el resto de instituciones. El gráfico

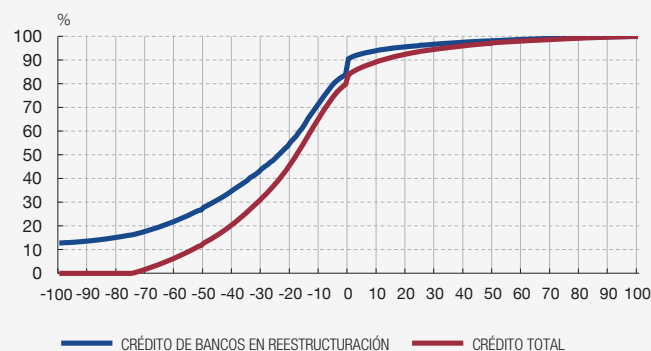
1 Véase el artículo «Un análisis de las diferencias entre entidades en la evolución del crédito al sector privado durante la crisis», en el *Boletín Económico* del Banco de España de marzo de 2013.

2 Se consideran como tales los que han sido intervenidos o controlados por el FROB en algún momento durante los últimos años y hasta finales de 2012. En concreto, son los siguientes: Banco CAM (intervenido en julio de 2011 y vendido a B. Sabadell posteriormente, el cual lo absorbe en diciembre de 2012), Catalunya Banc, NCG Banco, Unnim Banc y Banco Gallego (controlados mayoritariamente por el FROB desde septiembre de 2011, como resultado de las inyecciones de capital por parte de este; el Banco Gallego es controlado indirectamente, al ser filial de NCG Banco; Unnim Banc fue vendido posteriormente a BBVA, pero no había sido todavía absorbido por este a finales de 2012), Banco de Valencia (intervenido en noviembre de 2011 y vendido a CaixaBank en febrero de 2013) y el Grupo BFA (controlado por el FROB desde mayo de 2012).

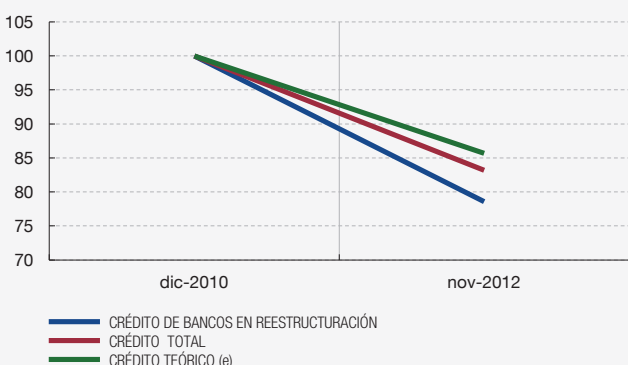
1 CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)  
Tasa de crecimiento interanual (%)



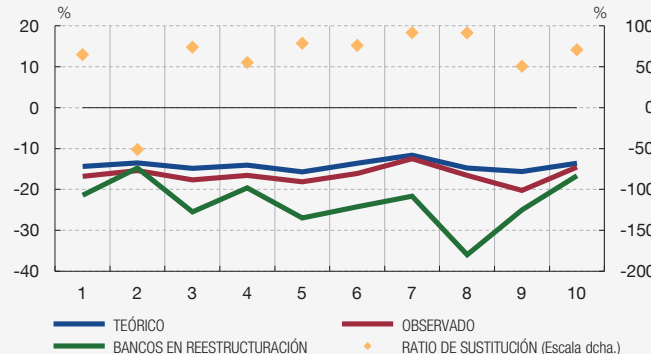
2 DISTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DEL CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS DEPENDIENTES DE BANCOS EN REESTRUCTURACIÓN, ENTRE DICIEMBRE DE 2010 Y NOVIEMBRE DE 2012 (c)



3 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO A EMPRESAS DEPENDIENTES DE BANCOS EN REESTRUCTURACIÓN (d)



4 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO ENTRE DICIEMBRE DE 2010 Y NOVIEMBRE DE 2012, POR SUBGRUPOS (f)



FUENTE: Banco de España.

- a El dato de 2012 corresponde al mes de noviembre.
- b Banco CAM, Catalunya Banc, NCG Banco, Unnim Banc, Banco Gallego, Banco de Valencia y Grupo BFA.
- c Porcentaje de empresas con una variación porcentual del crédito igual o inferior al valor señalado en el eje horizontal.
- d La evolución entre diciembre de 2010 y noviembre de 2012 refleja, en cada caso, la mediana del crecimiento de las empresas analizadas.
- e Evolución estimada del crédito para una empresa equivalente (en términos de sector, tamaño, antigüedad, morosidad, endeudamiento, rentabilidad, crecimiento de las ventas y del empleo), pero no dependiente de la financiación de bancos en reestructuración.
- f Categorías: 1: Total. 2: Construcción y servicios inmobiliarios. 3: Resto de sectores. 4: Microempresas. 5: Pequeñas empresas. 6: Medianas empresas. 7: Grandes empresas. 8: Empresas con crédito de bancos en reestructuración: <= 20 %. 9: Empresas con crédito de bancos en reestructuración: > 20 % y <= 80 %. 10: Empresas con crédito de bancos en reestructuración: > 80 %.



1 muestra cómo efectivamente en los primeros la financiación a las sociedades no financieras ha venido recortándose más intensamente en los últimos dos años y medio que en el resto de instituciones. Entre diciembre de 2010 y noviembre de 2012<sup>3</sup>, la caída registrada por estas entidades fue del 18%, frente al 12% para el resto. En este caso, además, la evolución de los préstamos no siguió el perfil cíclico de los otorgados por el resto del sistema en 2009 y 2010, más ajustado a la propia dinámica de la economía. Esto apuntaría a que su política de concesión de fondos estuvo más influida por otro tipo de condicionantes, menos vinculados al ciclo económico.

Sin embargo, para evaluar en qué medida esto ha supuesto una restricción para las «empresas dependientes» (entendiendo por tales aquellas que en diciembre de 2010 tenían fondos prestados de los bancos en reestructuración) es preciso tener en cuenta los posibles efectos de sustitución entre entidades. El gráfico 2 muestra, para las citadas empresas dependientes, la distribución de la variación entre las dos fechas mencionadas, del crédito bancario total recibido y del concedido solo por los bancos en reestructuración<sup>4</sup>. La diferencia que se observa refleja el hecho de que algunas de estas compañías han sustituido todo o parte de los fondos concedidos por estos últimos bancos por préstamos de otras instituciones.

No obstante, cierto grado de sustitución es un resultado normal en un mercado en el que los bancos compiten entre sí por la captación de clientes. Lo relevante es si ese proceso se ha producido con fluidez, de forma que las empresas dependientes de los bancos que han recortado en mayor medida su oferta no han enfrentado una restricción mayor que aquellas que recibían financiación de instituciones más sólidas. Para analizar esto se estima una ecuación que relaciona la variación del crédito total recibido por las sociedades no financieras, entre diciembre de 2010 y noviembre de 2012, con sus determinantes principales (tamaño de la compañía, fecha de constitución, sector productivo, así como indicadores de su situación financiera, incluyendo el nivel de endeudamiento, rentabilidad, crecimiento de las ventas y del empleo, y morosidad en 2010)<sup>5</sup>. La inclusión en dicha regresión de una variable ficticia que toma el valor 1 para las empresas dependientes permite determinar hasta qué punto estas han registrado un comportamiento del crédito significativamente distinto de las demás. Con todas las cautelas necesarias<sup>6</sup>, los resultados muestran que

dichas sociedades registraron un crecimiento de su crédito bancario total un 2,5% inferior al de compañías equivalentes que no se financiaban con bancos en reestructuración. En consecuencia, de aquí se deduciría que la sustitución no habría sido perfecta, por lo que esta evidencia sugiere que la existencia de bancos con dificultades tiene implicaciones negativas para la economía real<sup>7</sup>.

Para ilustrar la relevancia cuantitativa de los desplazamientos entre entidades, en el gráfico 3 se representan tres medidas de la caída (mediana) del crédito en las empresas dependientes: la procedente de los bancos en reestructuración, la del total de fondos recibidos y la que hubieran debido tener, de acuerdo con la ecuación estimada, si no hubieran dependido de esos bancos (crédito teórico). La comparación entre las dos primeras líneas indica que se ha producido efectivamente un cierto grado de sustitución de entidades prestamistas por parte de las compañías. La comparación entre las dos últimas (crédito total y teórico) indica que esa sustitución no habría sido completa, aunque sí sustantiva. La ratio de sustitución agregada, definida como el cociente entre, por un lado, la caída mediana del crédito total menos la del procedente de bancos en reestructuración (que mide la parte sustituida) y, por otro, la caída del crédito teórico menos la del procedente de esos bancos (que mide la necesidad de sustitución), alcanza un valor del 65%. Hay que tener en cuenta que dicha medida refleja tanto desplazamientos propiciados por un cambio en la política crediticia del prestamista habitual como decisiones autónomas que pueda haber tomado la propia empresa.

En el gráfico 4 se muestran nuevamente esas tres medidas de caída del crédito y la ratio de sustitución, para distintas agrupaciones de empresas. El grado de sustitución es mayor en los sectores distintos de la construcción y los servicios inmobiliarios (categoría 3), las grandes compañías (categoría 7) y aquellas con menos de un 20% de su crédito total procedente de bancos en reestructuración (categoría 8)<sup>8</sup>. Esto es coherente con el hecho de que, bien por tratarse de empresas de gran tamaño, por ser compañías que ya operaban de forma importante con otros bancos o por estar en sectores menos afectados por la crisis que la construcción y los servicios inmobiliarios, las empresas presentan menos problemas de información asimétrica para los bancos. En cualquier caso, en todas las agrupaciones consideradas existe una diferencia positiva entre la caída de la financiación total obtenida por las empresas dependientes y el descenso que hubiera debido producirse, según el modelo estimado, dadas sus características y situación económica. Es decir, en todos los casos la sustitución es solo parcial y existe un efecto negativo derivado de la dependencia de las entidades en

3 Se utiliza el dato de noviembre de 2012 y no el de diciembre para evitar que el análisis se vea afectado por la transferencia de préstamos de las entidades del grupo 1 a la SAREB que tuvo lugar en ese último mes.

4 A lo largo de todo el recuadro, la definición de crédito que se utiliza incluye tanto los saldos dispuestos como los disponibles, y tanto los mantenidos en balance como los clasificados como fallidos, en línea con el análisis del artículo mencionado en la nota al pie número 1. Esta variable se considera una mejor medida de la variación en la oferta de fondos a las empresas.

5 Para este ejercicio, los datos de la CIR se cruzan con los de la Central de Balances Integrada del Banco de España, que incluye tanto la información de la Central de Balances Anual como la de los Registros Mercantiles. La muestra final analizada comprende 285.000 empresas, de las que cerca de 68.000 tenían crédito de bancos en reestructuración en diciembre de 2010.

6 A pesar del intento de controlar todos los factores relevantes posibles, el ajuste de la regresión es reducido y, aunque los coeficientes de las

variables explicativas resultan estadísticamente significativos y con los signos esperados, no puede descartarse totalmente que parte de la diferencia atribuida a la dependencia de bancos bajo presión responda en realidad a otros determinantes no incluidos.

7 Esto estaría en línea con los resultados de Jiménez *et al.* (2012), «Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications», *American Economic Review*, 102 (5), pp. 2301-2326.

8 En los sectores de construcción e inmobiliario (categoría 2), la ratio es incluso negativa, ya que el crédito total a las empresas de esos sectores dependientes de bancos bajo presión se redujo ligeramente más que el concedido por esos bancos (15,4%, frente al 14,8%).

reestructuración, efecto que oscila entre 0,8 puntos porcentuales (pp) para las empresas más grandes (categoría 7) y 4,6 pp para aquellas en las que entre un 20 % y un 80 % de su crédito inicial procede de las citadas instituciones.

En resumen, la evidencia presentada en este recuadro sugiere que, en general, las empresas españolas dependientes de entidades en reestructuración habrían podido sustituir de forma signifi-

cativa los fondos que dejaron de recibir de sus prestamistas habituales, por financiación de otras entidades más sólidas. No obstante, el alcance de ese proceso de sustitución depende de las características de las compañías, por lo que la existencia de instituciones en dificultades tiene algunos efectos restrictivos a corto plazo sobre el acceso de las sociedades no financieras al crédito bancario, aunque a medio plazo el saneamiento de dichas entidades facilitará la normalización de la financiación de la economía.

altos desde el inicio de la crisis de deuda soberana, tanto para las entidades de crédito como para las sociedades no financieras.

Posteriormente, las primas de riesgo crediticio de los sectores residentes han descendido y las cotizaciones bursátiles han aumentado

Desde finales de julio, la relajación de las tensiones financieras, favorecida por diversas medidas adoptadas a escala nacional y europea comentadas en los capítulos 1 y 4 de este Informe, se ha reflejado en un descenso de las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por los distintos sectores residentes, aunque también se han registrado episodios de repunte de la inestabilidad (como, por ejemplo, en marzo de 2013, a raíz de las negociaciones del programa de asistencia financiera a Chipre). De este modo, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años y su diferencial frente a la referencia alemana al mismo plazo se han reducido, situándose en la fecha de cierre de este Informe en niveles en torno al 4,2 % y los 290 pb, respectivamente; y las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija del sector privado han descendido, con mayor intensidad en el caso de las relativas a las entidades de crédito que en el de las sociedades no financieras. Asimismo, las cotizaciones bursátiles han aumentado en todos los sectores y su volatilidad se ha moderado. Así, desde los mínimos anuales de julio, el IBEX 35 ha acumulado una ganancia del 44,1 %, superior a la del EUROSTOXX 50 (31 %) y a la del S&P 500 de Estados Unidos (24,6 %).

## 2.2 LOS MERCADOS PRIMARIOS

Las AAPP emitieron un volumen elevado de valores de renta fija, aunque inferior al de 2011

Las AAPP (y, en concreto, la Administración Central) volvieron a emitir un volumen elevado de títulos de renta fija, aunque menor que el del año anterior (63,4 mm, en términos netos, 14,2 mm menos que en 2011) (véase cuadro 6.1), en un contexto en el que apelaron en mayor medida a otras fuentes de financiación alternativas (en concreto, créditos). A pesar de las tensiones que han dominado los mercados financieros en los meses centrales del año y de las reducciones de la calificación crediticia de la deuda española<sup>1</sup>, las subastas han seguido contando con una demanda elevada, que, no obstante, descendió en los momentos de mayor inestabilidad (véase gráfico 6.1). Por instrumentos, destacó el mayor protagonismo de los bonos y de las obligaciones, con una colocación neta de 67 mm, frente a una amortización neta de letras del Tesoro. No obstante, la vida media de la deuda se redujo desde los 6,4 años en 2011 a los 5,9 años de finales de 2012.

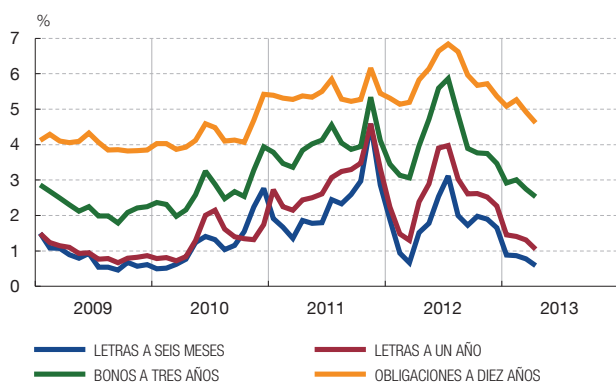
Las emisiones de renta fija de las instituciones financieras descendieron y una parte muy importante fue retenida para aumentar los activos

La emisión neta de valores de renta fija de las Instituciones Financieras Monetarias<sup>2</sup> descendió 13,5 mm en este período, hasta los 59,5 mm. Las entidades no captaron recursos por esta vía en términos netos, ya que este importe fue inferior al ascenso (de 115 mm) de su autocartera. Esto refleja que los activos se retuvieron para aumentar la disponibilidad

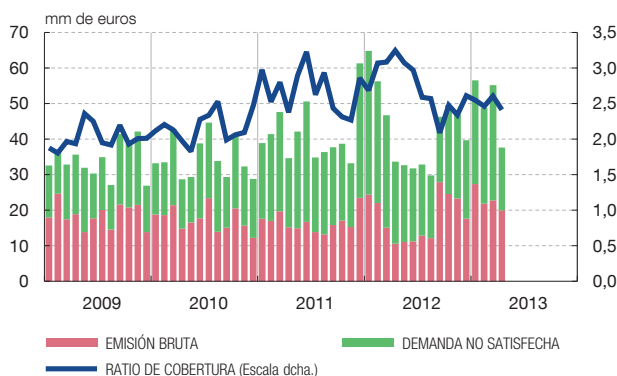
1 Standard & Poor's rebajó la calificación desde AA- a A en enero, a BBB+ en abril y a BBB- en octubre de 2012; Moody's, desde A1 hasta A3 en febrero y a Baa3 en junio; y Fitch revisó su nota desde AA- hasta A en enero y a BBB en junio.

2 Banco de España, entidades de crédito y fondos del mercado monetario.

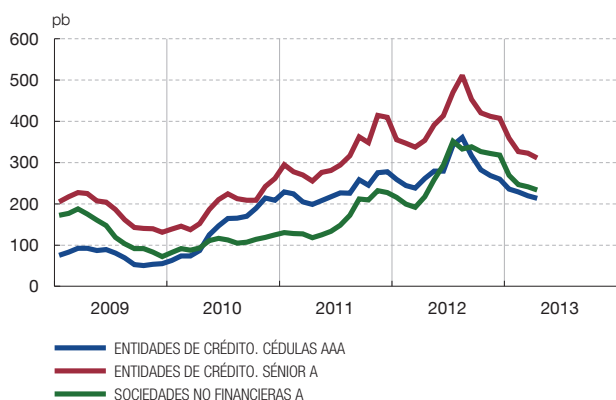
RENTABILIDAD DE LA DEUDA ESPAÑOLA (a)



SUBASTAS DE DEUDA PÚBLICA



PRECIOS TEÓRICOS DE COMPRA DE VALORES DE RENTA FIJA PRIVADA A CINCO AÑOS. DIFERENCIAL SOBRE EL TIPO SWAP (b)



ÍNDICES BURSÁTILES



FUENTES: AIAF, Bolsas y Mercados Españoles, Datastream, Banco de España y Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

a Medias mensuales.

b Promedios en un panel de contribución de 11 entidades que proporcionan cotizaciones de bonos corporativos correspondientes a valores genéricos de emisores españoles de distinta calificación crediticia.

de garantía. Las de las empresas no financieras aumentaron

de garantías con vistas a obtener liquidez en las subastas del Eurosistema. Asimismo, la oferta neta de las otras instituciones financieras volvió a ser negativa, y por un importe mayor que el de 2011 (-108,2 mm). Esta evolución vino explicada fundamentalmente por la elevada amortización de bonos de titulización, que resultó de la cancelación anticipada de algunas operaciones por motivos de gestión del colateral de las entidades de crédito. Por su parte, las emisiones netas de filiales residentes de instituciones monetarias también volvieron a ser negativas, mientras que, en contraposición, las realizadas por las sociedades no financieras directamente o a través de filiales aumentaron, aunque siguieron siendo moderadas (11,4 mm). El grueso de este importe (7,1 mm) lo canalizaron a través de filiales residentes.

El sector bancario concentró el grueso de las emisiones de valores de renta variable

La emisión neta de valores de renta variable (62,6 mm) fue muy superior a la de 2011 (33,5 mm). Por sectores, el grueso de las ampliaciones de capital (61,6 mm) se concentró en las entidades de crédito y estuvo ligado al proceso de recapitalización de la banca<sup>3</sup>. En contraposición, las emisiones de las sociedades no financieras cayeron 5,4 mm, hasta 1 mm.

3 Una parte importante de las ampliaciones de capital (36,9 mm) fue suscrita por el FROB, en el contexto del proceso de recapitalización del sector bancario español.

mm de euros

	2009	2010	2011	2012
Emisiones netas de residentes	199,8	86,0	124,5	79,7
Renta fija	189,6	70,5	91,0	17,1
Instituciones financieras monetarias	39,6	6,9	73,0	59,5
Otros intermediarios financieros	21,9	-12,2	-60,6	-108,2
<i>De los cuales:</i>				
<i>Fondos de titulización</i>	14,9	-5,9	-46,0	-99,6
<i>Filiales de instituciones financieras monetarias</i>	-8,8	-12,6	-18,4	-16,0
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	14,5	7,1	5,1	7,1
Sociedades no financieras	0,1	-0,7	1,0	2,4
Administración Central	119,4	63,2	69,9	63,8
AATT	8,6	13,3	7,7	-0,5
Renta variable	10,2	15,5	33,5	62,6
Instituciones financieras monetarias	3,0	7,3	26,9	61,6
Otros intermediarios financieros	0,4	0,1	0,2	0,0
Sociedades no financieras	6,8	8,1	6,4	1,0
Ofertas públicas de venta	0,0	0,5	0,0	0,0
PRO MEMORIA				
Variación de la autocartera de las instituciones financieras monetarias	2,7	12,6	67,3	115,2
Emisiones netas de filiales en el extranjero	-2,0	-8,7	-19,2	0,8
Instituciones financieras	-3,4	-10,6	-19,9	-1,3
Sociedades no financieras	1,4	2,0	0,8	2,1

FUENTE: Banco de España.

### 2.3 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Los volúmenes negociados en los mercados secundarios descendieron en todos los segmentos

En los mercados secundarios se observaron descensos generalizados de los volúmenes de negociación (véase cuadro 6.2). En el segmento de deuda pública, la contratación retrocedió sensiblemente, hasta los 14.370 mm de euros, un 29 % menos que un año antes, resultado tanto de la caída de las transacciones al contado (32 %) como de la correspondiente a las operaciones *repo* y simultáneas (28 %). Diversos factores contribuyeron a explicar esta evolución; entre ellos, el repunte de las tensiones en los meses centrales del año, la disminución del papel disponible para la negociación tras el elevado recurso de las entidades de crédito residentes a las operaciones de liquidez a tres años del Eurosistema (que implicaron la inmovilización de un volumen destacado de activos de garantía) y el desplazamiento de la actividad hacia plataformas que liquidan sus operaciones a través de cámaras de contrapartida central.

En el mercado AIAF de renta fija, los volúmenes también descendieron notablemente con respecto a 2011 (53 %). Al igual que en años anteriores, el grueso del importe total negociado en este segmento (un 84 %) se concentró en operaciones simultáneas, entre las que destacan las realizadas por el Tesoro con el fin de rentabilizar su liquidez (aunque su importe descendió sustancialmente —en casi cuatro billones de euros— con respecto a 2011) y, en menor medida, las transacciones vinculadas con la instrumentación de política monetaria, en las que los activos de garantía están admitidos a cotización en AIAF (como las cédulas hipotecarias y los bonos de titulización).

El importe negociado en las bolsas disminuyó, hasta situarse en 696 mm de euros (un 25 % menos que en el ejercicio anterior), caída que habría estado en parte asociada a

mm de euros

	2009	2010	2011	2012
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	18.566	18.555	20.312	14.370
Contado	2.471	4.635	6.957	4.750
Repo y simultáneas	15.945	13.765	13.128	9.473
Plazo	150	155	226	148
Mercado AIAF de renta fija	3.692	3.658	5.445	2.565
A vencimiento	367	280	336	417
Repo y simultáneas	3.325	3.378	5.109	2.148
Mercado bursátil de renta fija	75	67	71	60
Mercado bursátil de renta variable	898	1.038	926	696
Mercados MEFF de derivados	710	1.263	634	444
IBEX 35	622	1.158	571	401
Derivados sobre acciones	88	105	63	43

FUENTES: Bolsas y Mercados Españoles, Federación Europea de Bolsas y Banco de España.

a Solo incluye operaciones con valores del Estado.

un efecto valoración, ya que retrocedieron las cotizaciones medias, y a la prohibición desde julio de crear o aumentar posiciones cortas sobre las acciones cotizadas españolas. También se redujo la actividad en el mercado de renta fija bursátil, que continúa presentando unas cifras muy reducidas en el conjunto de los mercados de renta fija, y la asociada a operaciones con derivados, que alcanzó los 444 mm (un 30 % menos que en 2011).

### 3 La inversión y la financiación exterior de la economía española

La acentuación de las tensiones en los meses centrales del año desembocó en una crisis de financiación exterior. Hasta agosto, los no residentes siguieron desinvirtiendo por unos importes elevados...

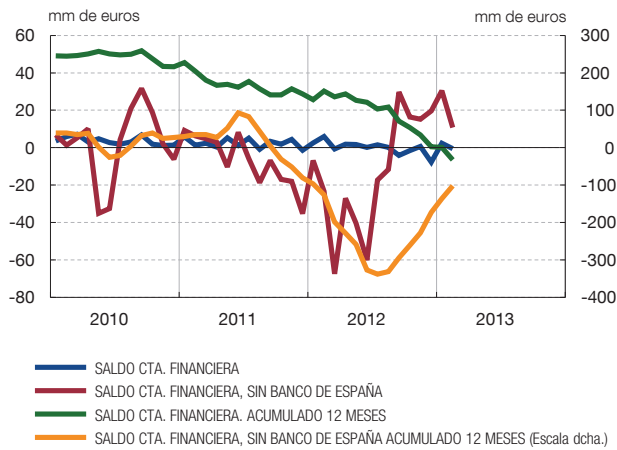
... al tiempo que los residentes aumentaron, aunque más moderadamente, sus tenencias de activos exteriores, lo que llevó a un incremento de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo

Continuando con la pauta iniciada a mediados de 2011, durante los primeros siete meses de 2012 los no residentes desinvirtieron en España por unos importes elevados, lo que acabó desembocando en una crisis de financiación exterior, fundamentalmente como reflejo de la falta de confianza de estos inversores en nuestra economía, en un contexto de creciente percepción de un elevado riesgo de redenominación asociado a una eventual fractura del área del euro. Fue especialmente reseñable la disminución de las tenencias de valores (y en especial de los emitidos por las entidades de crédito y las AAPP) y de los depósitos interbancarios en entidades nacionales. La evolución de estos últimos, por otro lado, estuvo también condicionada por la oportunidad que supusieron las subastas extraordinarias del Eurosistema a tres años, con unos plazos y costes más favorables que los existentes en el mercado.

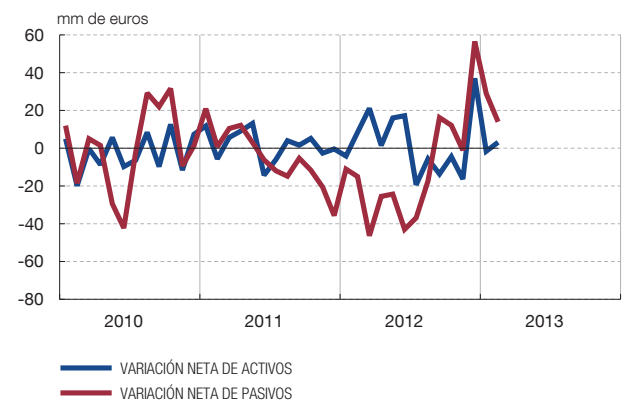
Durante este período también se observó un aumento de los activos exteriores en poder de los residentes, aunque por unos importes mucho más moderados. En particular, destacó la salida de recursos a través de créditos (en concreto, de las instituciones financieras), en parte como consecuencia de la actividad de la banca extranjera radicada en España, que habría aprovechado también las operaciones de inyección de liquidez a tres años del Eurosistema para obtener fondos en nuestro país, canalizándolos posteriormente hacia fuera de nuestras fronteras (previsiblemente, hacia sus matrices). La inversión en depósitos en el resto del mundo, incluidos los de los hogares y las sociedades no financieras, fue, en cambio, bastante moderada.

En términos acumulados de doce meses, las salidas netas de fondos de la economía española, excluyendo el Banco de España, alcanzaron su importe más elevado en julio

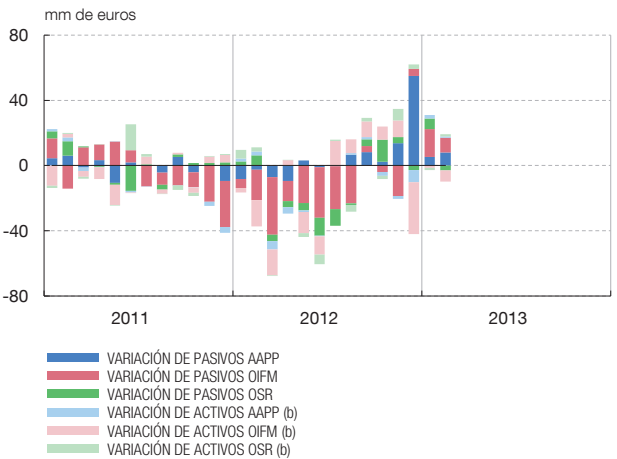
CUENTA FINANCIERA



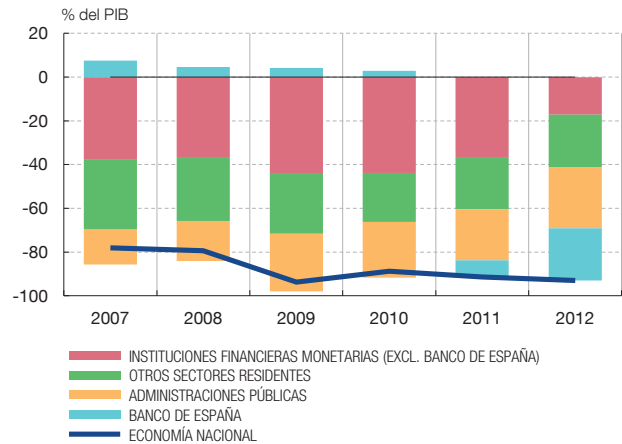
CUENTA FINANCIERA, SIN BANCO DE ESPAÑA (a)



FLUJOS FINANCIEROS PROCEDENTES DEL EXTERIOR. DESGLOSE SECTORIAL



SALDOS DE ACTIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO



FUENTE: Banco de España.

- a Los derivados financieros se contabilizan como un neto de netos y están asignados a la variación neta de activos.
- b La variación de activos mantenidos en el resto del mundo por los agentes residentes se representa con el signo contrario. No se incluye la variación de derivados financieros.

(338 mm de euros, un 32 % del PIB español) (véase gráfico 6.2). Los recursos necesarios para compensar estos flujos y cubrir las necesidades netas de financiación se canalizaron a través de un importante ascenso de los pasivos del Banco de España frente al exterior, reflejo a su vez del notable incremento del recurso de las entidades de crédito residentes al Eurosistema.

Posteriormente, la atenuación de las tensiones financieras ha contribuido a la reversión de estas tendencias

Desde agosto, estas tendencias se invirtieron, en un contexto de atenuación de las tensiones financieras comentado con mayor detalle en el capítulo 4 de este Informe. La economía española, excluyendo al Banco de España, pasó a captar recursos del exterior en términos netos, patrón que se ha prolongado en la parte transcurrida de 2013. Esta evolución resultó tanto de la recuperación de la inversión del exterior en la economía española, que pasó a ser positiva a partir de septiembre por primera vez desde mediados de 2011, como de la venta de activos exteriores en manos de los sectores residentes. Por instrumentos, la recuperación de la inversión foránea en España se concentró en valores de renta fija (y,

en concreto, en los emitidos por las AAPP) y en acciones y otras participaciones. La entrada de fondos se vio además reforzada en diciembre por la ayuda financiera europea procedente del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para la recapitalización del sistema bancario español, que supuso un incremento de cerca de 40 mm de euros en los pasivos del sector público. Esta operación se reflejó también en un ascenso de los activos de las instituciones financieras residentes (en concreto, de valores emitidos por el MEDE) frente al resto del mundo.

El saldo de los pasivos netos de la nación frente al exterior sigue en niveles muy elevados

Aunque las necesidades de financiación de la nación se redujeron hasta hacerse prácticamente nulas, la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo aumentó hasta el 92,9 % del PIB a finales de 2012, 1,6 pp más que un año antes (véase panel inferior derecho del gráfico 6.2), como resultado, fundamentalmente, de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio. Atendiendo al desglose sectorial, destacan, por un lado, la caída de la deuda externa neta de las entidades de crédito —de 20 pp, hasta el 17 %— y, por otro, el notable incremento de la posición deudora neta del Banco de España —de 16 pp, hasta el 24 %—, reflejo en ambos casos de la sustitución de la deuda externa de las instituciones financieras por pasivos frente al Eurosistema, canalizados a través del Banco de España.

#### 4 Los intermediarios financieros españoles

##### 4.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La actividad de las EC se desarrolló en un entorno muy complejo

La actividad de las entidades de crédito (EC) se desarrolló en un contexto muy adverso, no solo por las dificultades de financiación en los mercados mayoristas, sino también por la trayectoria contractiva de la economía española y por la corrección en los precios inmobiliarios. Todo ello se tradujo en deterioros adicionales de su cartera crediticia, especialmente en el segmento vinculado a la promoción inmobiliaria. No obstante, cabe destacar que durante 2012 se dieron pasos importantes en el saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema bancario.

El agravamiento de los problemas de confianza en el sector llevó a la adopción de medidas destinadas a despejar las incertidumbres sobre su solidez

Así, en primer lugar, los reales decretos leyes 2/2012 y 18/2012 exigieron un saneamiento notable de las exposiciones al sector inmobiliario (préstamos y activos adjudicados), tanto problemáticas como en situación normal. Fruto de esos cambios regulatorios y de la propia dinámica de la economía, las dotaciones y saneamientos de activos financieros en 2012 se elevaron en más de un 100 % con respecto al nivel registrado el año anterior (véase cuadro 6.3), superando los 100 mm de euros, tanto a nivel consolidado como individual. Ante estas elevadas dotaciones, y pese al crecimiento del margen de intereses y a la reducción de los gastos de explotación, las EC españolas registraron unas pérdidas contables de más de 50 mm de euros, lo que supone un 1,4 % de los activos totales medios consolidados. El grueso de estas pérdidas se concentró en las entidades que recibieron ayudas públicas para recapitalizarse.

Las pruebas de resistencia realizadas en torno al verano arrojaron una estimación de necesidades adicionales de capital moderadas bajo un escenario macroeconómico muy adverso...

Por otro lado, las pruebas de resistencia realizadas en torno al verano contribuyeron a aumentar la transparencia con respecto a la situación de las entidades. Estas pruebas, llevadas a cabo por analistas independientes, estimaron que, en un escenario macroeconómico muy adverso, las necesidades adicionales de capital se concentrarían en un grupo limitado de instituciones que representaban el 38 % de la cartera crediticia analizada (que, a su vez, suponía un 90 % de la del total del sistema) y serían relativamente moderadas (57 mm de euros). A pesar de ello, dado que la recapitalización requería la aportación de fondos públicos en algunos casos, y teniendo en cuenta las dificultades para captarlos en condiciones razonables en un contexto de elevadas tensiones financieras, el Gobierno español solicitó asistencia financiera a nuestros socios comunitarios para llevarla a cabo.

ENTIDADES DE CRÉDITO (a):  
BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

CUADRO 6.3

	Consolidado			Individual		
	dic-11	dic-12	T. interan. (%)	dic-11	dic-12	T. interan. (%)
Principales partidas del balance (% de AT)						
Activo total (mm de euros)	3.921,9	3.892,2	-0,8	3.170,9	3.110,5	-1,9
Crédito	61,5	56,6	-8,7	58,0	52,0	-12,0
<i>Del cual: sector privado residente en España</i>				52,2	46,1	-13,3
Valores representativos de deuda	12,7	14,8	15,7	13,0	16,1	20,8
Resto de activo	25,8	28,6	10,0	29,0	31,9	7,9
Pasivo						
BE y otros bancos centrales	5,3	9,8	83,8	6,0	11,7	93,0
Depósitos interbancarios (b)	15,5	12,5	-20,4	19,5	15,7	-20,9
Depósitos de la clientela (c)	45,0	46,0	1,5	42,4	43,8	1,3
<i>Del cual: hogares y soc. no fin. residentes en España</i>				29,1	29,7	-0,2
Valores negociables	13,8	13,1	-6,2	10,6	9,5	-12,2
Resto de pasivo	14,6	13,1	-11,1	15,5	13,9	-12,0
Patrimonio neto	5,8	5,6	-3,7	6,0	5,4	-11,5
Cuenta de resultados (% de ATM)						
(+) Productos financieros	3,77	3,61	-0,4	2,80	2,67	-2,5
(-) Costes financieros	2,05	1,83	-7,1	1,78	1,57	-9,8
Margen de intereses	1,73	1,79	7,6	1,02	1,10	10,1
Margen bruto	2,65	2,66	4,1	1,90	1,96	5,7
(-) Gastos de explotación	1,36	1,33	1,2	0,95	0,91	-2,4
(-) Dotaciones y saneamiento de activos financ.	0,98	2,48	163,7	0,83	2,96	265,1
Resultado de la actividad de explotación	0,32	-1,15	—	0,12	-1,91	—
Resultado después de impuestos	0,04	-1,39	—	-0,31	-2,21	636,7
Ratios (%)						
Solvencia	12,1	11,5				
Solvencia básico	10,3	9,8				
Activos dudosos/AT	4,2	5,1		4,5	5,5	
Cobertura de dudosos	57,3	68,1		58,6	75,4	
Eficiencia (GE/MB)	51,2			50,1	46,2	
ROE (d)	0,7	-22,1		-4,9	-35,9	

FUENTE: Banco de España.

a No se tienen en cuenta las cajas de ahorros sin actividad financiera directa.

b Incluye operaciones del mercado monetario con entidades de contrapartida central.

c Incluye pasivos con fondos de titulización

d Aunque se presenta tanto a escala consolidada como individual, debe tenerse en cuenta que esta medida es más representativa en el primer caso, ya que el segundo no incluye todos los negocios del grupo.

... que se han cubierto mediante la recapitalización del sector, apoyada en gran parte en la ayuda financiera del FROB y del MEDE

La solicitud de ayuda financiera a las instituciones europeas en julio y el consiguiente préstamo de 41 mm de euros del MEDE han ayudado a cubrir las necesidades de capital detectadas en aquellas EC que no pudieron obtener los recursos necesarios por su propia cuenta en los mercados. Estas ayudas se han canalizado a través del FROB, que inyectó 37 mm en los bancos del grupo 1 en diciembre de 2012, y algo menos de 2 mm en los del grupo 2 en marzo del año en curso (salvo en el caso de Banco CEISS, que las recibió en el mes de abril). Estas cifras se completan con los 2,5 mm aportados para la capitalización de la SAREB (una nueva institución que se encarga de gestionar los activos transferidos por las entidades que han recibido ayuda pública). De acuerdo con los programas de reestructuración aprobados, las instituciones receptoras se han comprometido, a cambio de estas ayudas, a realizar durante los próximos años importantes medidas de ajuste de



negocio, así como reducciones de plantilla y red de oficinas, y a implementar un esquema de distribución de pérdidas entre los tenedores de valores híbridos emitidos por ellas, pendiente de ejecución a la fecha de cierre de este Informe. Estas mismas entidades tuvieron que transferir obligatoriamente —y con un descuento medio sobre el valor en libros superior al 50 %— la práctica totalidad de sus créditos para promociones inmobiliarias y sus activos fijos (inmuebles o suelo) adjudicados a la SAREB. Todas estas condiciones, así como los compromisos regulatorios y de supervisión asumidos por las autoridades españolas, se encuentran recogidos en un Memorando de Entendimiento, tal y como se explica con detalle en el recuadro 1.3 del capítulo 1 de este Informe.

Los avances realizados permiten a las entidades de crédito encarar los retos a los que se enfrentan desde una posición de mayor fortaleza

Como resultado de todo este proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración, las EC españolas afrontan los retos pendientes desde una posición de mayor fortaleza financiera. Tras las dotaciones realizadas en 2012, los saneamientos acumulados desde diciembre de 2007 ascienden a 200 mm de euros (un 8,7 % del crédito a la clientela total, a nivel consolidado, a comienzos de dicho período). Esto ha permitido que se den de baja del balance préstamos por valor de 110 mm y que la cobertura de dudosos se sitúe en el 68 % (11 pp por encima del dato de cierre de 2011). Además, la transferencia a la SAREB ha supuesto una reducción de la exposición al sector inmobiliario de 106 mm de euros, en términos nominales, entre créditos y activos adjudicados. Como contrapartida de dicha transferencia y de la recapitalización por parte del FROB, las entidades afectadas obtuvieron títulos de la SAREB (por valor de casi 51 mm) y del MEDE (por otros 39 mm de euros). Las elevadas pérdidas asumidas en 2012 afectaron a los recursos propios totales, situándose la ratio de solvencia global agregada, a final de año, en el 11,5 %. La ratio de solvencia básica se situó en un 9,8 %, y la de capital principal —cuya definición coincide con la de *core capital* de la EBA—, en un 9,2 %.

Pero las entidades de crédito siguen enfrentándose a importantes retos

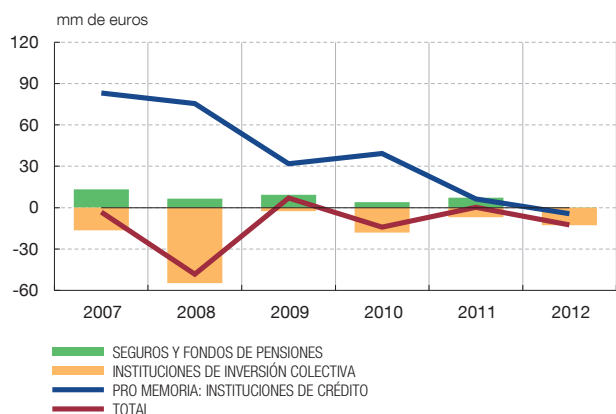
A corto y medio plazo, las EC se enfrentan a importantes retos, en un contexto de elevada incertidumbre. Por un lado, la debilidad económica y el ajuste del sector inmobiliario continuarán lastrando su cuenta de resultados. Por otro, se deben seguir dando los pasos previstos para culminar su reestructuración, proseguir el ajuste de su capacidad instalada y avanzar en el cumplimiento de los futuros requerimientos de capital y liquidez. Todo ello, en un entorno en el que las presiones sobre sus costes y disponibilidad de financiación, si bien se han reducido, continúan siendo importantes.

Hasta finales de julio, las tensiones dificultaron el acceso a financiación, elevando el recurso de las entidades al Eurosistema, aunque ha descendido posteriormente

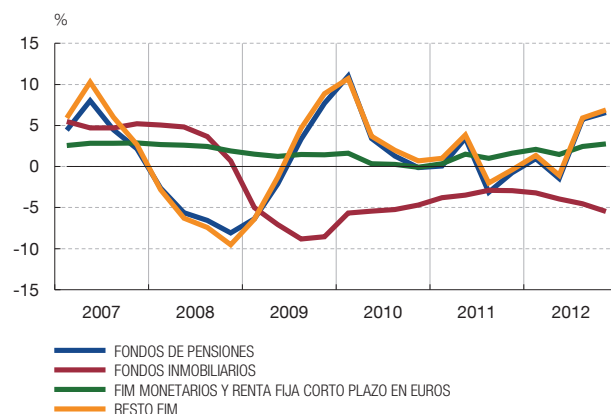
Hasta finales de julio, las entidades de crédito encontraron importantes dificultades para captar fondos en los mercados mayoristas, especialmente durante los meses centrales del año, lo que se reflejó en una contracción de la financiación interbancaria, de la obtenida vía emisión de valores negociables y de otros depósitos de la clientela mayorista (véase cuadro 6.3). En el caso de los depósitos minoristas, los movimientos fueron de cuantía reducida, ya que, ajustados por los desplazamientos hacia valores de renta fija emitidos por las propias EC y comercializados entre su clientela, registraron una caída máxima interanual del 2,9 % en julio del año pasado. En este contexto, las entidades incrementaron de forma sustancial su recurso al Eurosistema, fenómeno que se vio facilitado por la posibilidad de financiarse a un plazo de tres años y con un coste reducido mediante las operaciones extraordinarias de inyección de liquidez a tres años de diciembre de 2011 y marzo de 2012.

Desde agosto, el acceso de las entidades a la financiación ha mejorado sustancialmente. Así, se han producido una estabilización de los depósitos mayoristas y una recuperación de los minoristas (su tasa de variación interanual ha pasado a ser positiva en los meses iniciales del año en curso), que, unidas a la disminución de los fondos concedidos por las EC,

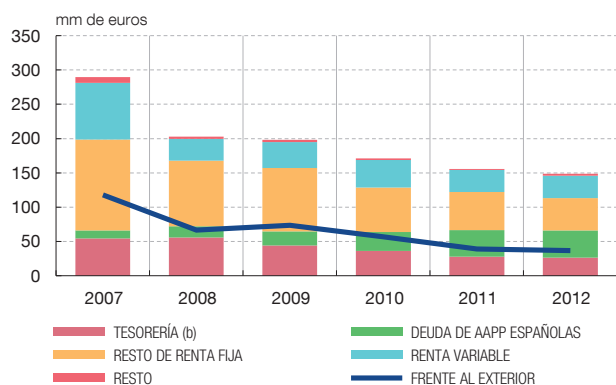
FONDOS CAPTADOS POR OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (a)



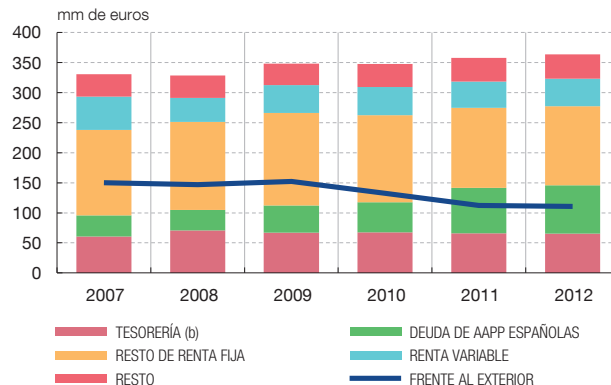
RENTABILIDAD ANUAL



INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: ACTIVO FINANCIERO



ENTIDADES DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES: ACTIVO FINANCIERO



FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Banco de España, y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

- a Acciones y participaciones de IIC y reservas de entidades de seguros y fondos de pensiones. En el caso de las instituciones de crédito, depósitos y cesiones temporales de hogares y sociedades no financieras.
- b Incluye efectivo, depósitos y cesiones temporales.

ha permitido reducir el recurso neto al Eurosistema (entre agosto de 2012 y marzo de 2013 disminuyó 133 mm de euros, casi la mitad del incremento registrado desde noviembre de 2011).

4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Los recursos netos captados por los inversores institucionales españoles fueron negativos, en un contexto en el que familias y empresas desinvertieron en activos financieros

La desinversión en activos financieros por parte de hogares y sociedades no financieras contribuyó a que los recursos netos captados por los inversores institucionales españoles fueran negativos en este período (véase gráfico 6.3). Las instituciones de inversión colectiva (IIC) registraron salidas netas por 12 mm de euros (algo superiores a los 7 mm de 2011), mientras que las entradas netas de los seguros y fondos de pensiones fueron prácticamente nulas (frente a 7 mm de euros en el año anterior).

Las rentabilidades aumentaron en la mayoría de segmentos

Las rentabilidades mejoraron en general, siendo positivas en todos los casos, excepto en los fondos inmobiliarios, segmento que se vio afectado negativamente por la evolución desfavorable de los precios de la vivienda. En consecuencia, el patrimonio total de las IIC

se redujo en menor medida que el año anterior (un 4,5 %, frente a un 9 %)⁴. En los seguros y fondos de pensiones, en cambio, se elevó en un 1 %, frente al 3 % registrado en 2011.

La actividad de las entidades de capital riesgo volvió a contraerse. Predominaron nuevamente las operaciones de fondos internacionales con actividad en nuestro país

Por su parte, la actividad de las entidades de capital riesgo volvió a contraerse en 2012. De acuerdo con información provisional de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), la captación de nuevos fondos y las inversiones realizadas descendieron un 9 % y un 22 %, respectivamente, hasta 2,2 mm y 2,5 mm de euros, respectivamente. Además, predominaron nuevamente las operaciones de fondos internacionales con negocio en nuestro país, que supusieron entre un 60 % y un 70 % del total.

## 5 Las condiciones de financiación, los flujos financieros y la posición patrimonial del sector no financiero

### 5.1 LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN Y LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Las condiciones de financiación del sector privado siguen siendo muy restrictivas para el tono de la política monetaria...

Las condiciones de financiación de los hogares y de las sociedades no financieras siguen siendo muy restrictivas para el tono expansivo de la política monetaria. Ello se refleja, primeramente, en los tipos de interés del crédito, que registraron retrocesos mucho más modestos que las rentabilidades de mercado de referencia utilizadas en estas operaciones —sobre todo, en los segmentos de mayor riesgo—, de modo que siguen muy por encima de los niveles observados en los países del núcleo de la UEM (véase gráfico 6.4). En el caso de las sociedades, se ha ampliado la divergencia entre el coste de los préstamos de menor importe (menos de 250.000 euros, utilizados con mayor probabilidad por las pymes) y el de los de mayor cuantía (más de un millón de euros), que en marzo de 2013 alcanzaba los 3 pp.

Además, de acuerdo con las contestaciones de las entidades españolas a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios aplicados para la aprobación de nuevos préstamos volvieron a hacerse algo más exigentes, partiendo de una situación en la que ya eran muy restrictivos, tras el intenso endurecimiento registrado entre 2007 y 2009. De acuerdo con las respuestas de los encuestados, los factores que más han pesado a la hora de explicar este tensionamiento adicional han sido los relacionados con las dificultades de acceso a fondos externos a las que se enfrentaron las entidades.

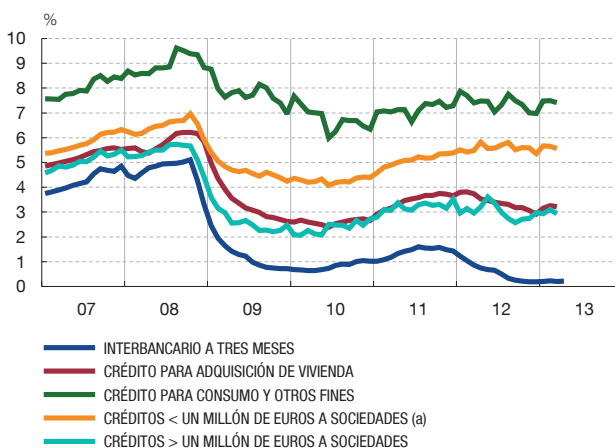
Estas condiciones de financiación restrictivas reflejan, en una parte, la situación cíclica más desfavorable de la economía española y su repercusión directa sobre las primas de riesgo crediticio. No obstante, las diferencias observadas con el núcleo de la UEM son de una magnitud muy importante y difícilmente pueden justificarse exclusivamente por este factor, por lo que otra parte de la dureza de las condiciones responde a la pronunciada fragmentación del sistema financiero de la zona del euro, que impide una transmisión completa del tono expansivo de la política monetaria al coste de financiación de las familias y de las empresas de este país.

... contribuyendo, junto con otros factores, a que se intensifique el descenso de la deuda de los hogares y de las sociedades...

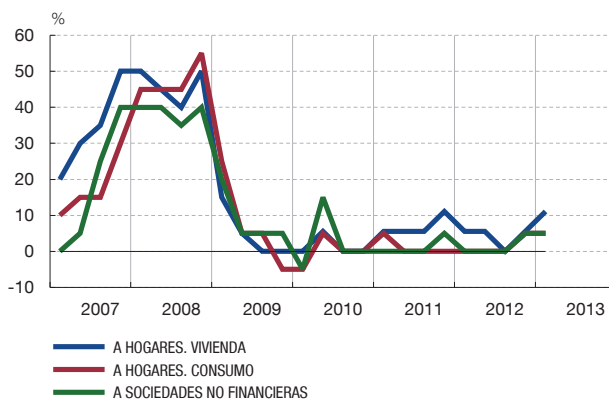
Las estrictas condiciones de financiación, el incremento del riesgo de crédito de los prestatarios y el descenso de la demanda de fondos asociado tanto a la debilidad del gasto como a la necesidad de corregir el excesivo endeudamiento llevaron a una intensificación en la contracción de la deuda de los hogares y de las sociedades. Así, en marzo de 2013 el retroceso interanual del crédito a las familias se situó en el 3,9 % (1,5 pp más que a finales de 2011). El desglose por finalidades evidencia que este patrón resultó fundamentalmente de la acentuación de la caída de los préstamos para adquisición de vivienda (del 1,7 % al 3,8 %), ya que el ritmo de disminución de la financiación para consumo y otros fines se redujo 0,4 pp, situándose en el 4,3 %.

4 Sin embargo, el patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España se elevó un 27 %, tras el retroceso observado en 2011, alcanzando un valor próximo a los 38 mm de euros (lo que supone un 25 % del patrimonio total de las IIC españolas).

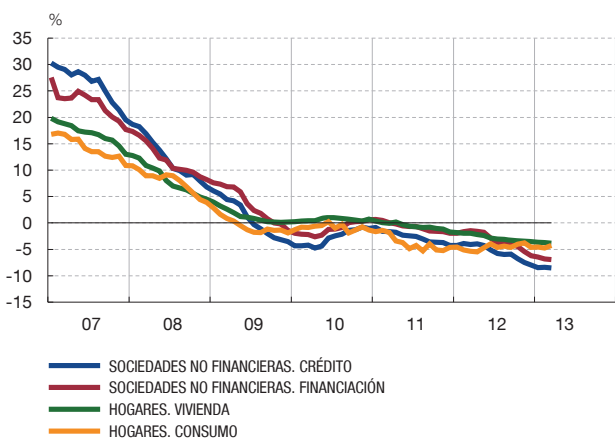
TIPOS DE INTERÉS



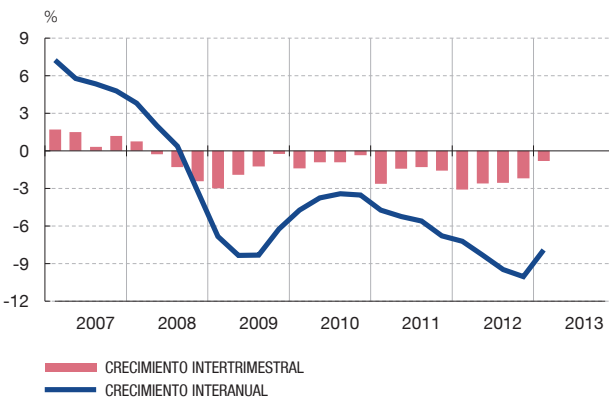
CONDICIONES DE OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO (c)



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA



FUENTES: Banco Central Europeo, Ministerio de Fomento y Banco de España.

a El tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b Variaciones del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un endurecimiento.

c Tasas interanuales.

La contracción de la deuda de las sociedades se intensificó en mayor medida, situándose la tasa de disminución interanual próxima al 7 % en ese mismo mes<sup>5</sup>. Por instrumentos, esta evolución resultó del mayor retroceso del crédito bancario concedido por entidades residentes, cuya caída interanual en esa fecha era del 8,5 % (4,3 pp más que al cierre de 2011), y de los préstamos de no residentes, que desde mediados de 2012 han pasado a presentar un ritmo de avance interanual negativo (del 5,5 % a finales del ejercicio). Por el contrario, la financiación mediante valores de renta fija, modalidad utilizada por las empresas de mayor dimensión, ha seguido mostrando un mayor dinamismo, con tasas de expansión positivas (5,9 % en marzo de 2013), que reflejan una sustitución de crédito bancario por valores en los pasivos de las grandes empresas. La reducción de la deuda bancaria se acentuó en la mayoría de ramas de actividad, aunque de forma especialmente acusada en los servicios inmobiliarios, donde el retroceso alcanzó el 12,4 % a finales de año. En la construcción se situó en el 10,1 %, y en la industria, en el 8,5 %. Por otra parte,

5 Todas estas tasas están ajustadas del efecto del traspaso de préstamos a la SAREB.

la información disponible apunta a que, nuevamente y a diferencia de lo observado al inicio de la crisis, las reducciones habrían sido similares para las compañías de mayor dimensión y para las pymes en las actividades no vinculadas al mercado de la vivienda (para estas últimas, en cambio, la contracción habría sido ligeramente menor para las empresas grandes), si bien hay que tener en cuenta que la financiación total de las primeras se ha reducido menos, en parte porque han compensado el descenso de los préstamos bancarios con el incremento de la emisión de títulos.

... aunque, en el caso de las sociedades, la contracción agregada de estos pasivos está siendo compatible con la existencia de un segmento no despreciable de empresas que están aumentando su deuda

Un análisis microeconómico de la evolución del crédito de las empresas muestra que la corrección observada en esta variable a escala agregada ha sido compatible con la existencia de un porcentaje significativo de sociedades cuya deuda bancaria ha seguido elevándose. Este patrón se ha observado en la mayoría de ramas productivas, y tanto en las pymes como en las empresas grandes. Las sociedades cuyos recursos ajenos aumentaron eran, en promedio, más rentables, estaban menos endeudadas y registraron un mayor dinamismo de las ventas (véase recuadro 6.2). Lógicamente, unas condiciones de financiación menos restrictivas contribuirían a que el segmento de compañías que elevan sus pasivos fuese mayor.

## 5.2 LA POSICIÓN PATRIMONIAL DE LOS HOGARES Y DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La caída de las rentas de las familias ralentizó el proceso de desapalancamiento del sector...

La reducción de la deuda ha permitido que el proceso de desapalancamiento de las familias siga avanzando, si bien la evolución desfavorable de sus rentas ha limitado la caída de la ratio de endeudamiento, que a finales de 2012 se situaba en torno al 123 % de la renta bruta disponible (RBD), apenas 7 pp por debajo de los niveles máximos de finales de 2007. Del mismo modo, la disminución de la carga financiera en relación con los ingresos del sector ha sido muy modesta, a pesar de la disminución que han registrado tanto los pagos por intereses, vinculados al descenso del coste medio de la deuda viva (que en buena parte está referenciado al euríbor a un año), como los asociados a la amortización de los préstamos (véase gráfico 6.5). A pesar del recorte de los gastos financieros, la capacidad de ahorro, una vez descontados los pagos por devolución de las deudas, ha seguido descendiendo, pasando a situarse en niveles negativos. Otro factor que también ha debilitado la posición financiera de los hogares ha sido el descenso de su riqueza neta, como resultado del retroceso del valor tanto de su cartera de activos financieros como, fundamentalmente, de los inmobiliarios, en línea con la disminución del precio de la vivienda, que fue del 10 % en 2012. Esta trayectoria descendente del valor de los activos inmobiliarios se ha prolongado durante el primer trimestre de 2013, acumulando una caída del 28 % (34 % en términos reales) desde comienzos de 2008.

... y aumentó el porcentaje de hogares sometidos a una elevada presión financiera

Aunque la progresiva traslación del descenso de las rentabilidades interbancarias al coste de la deuda viva referenciada a estos tipos ha supuesto un cierto alivio para las familias endeudadas, el deterioro del mercado laboral y de las rentas y el retroceso de su riqueza neta han contribuido a que aumente el porcentaje de hogares sometidos a un elevado grado de presión financiera, como refleja el incremento registrado en la ratio de dudosos de los créditos a este sector. Así, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda se situó en el 4 % a finales de 2012, mientras que en los destinados a consumo y otros fines alcanzó el 9,5 % (1,1 pp y 2,6 pp por encima de los niveles de finales de 2011, respectivamente). Asimismo, la disminución del ahorro no destinado al servicio de la deuda a escala agregada sugiere que el colchón del que disponen algunos hogares para hacer frente a posibles perturbaciones adversas se ha reducido.

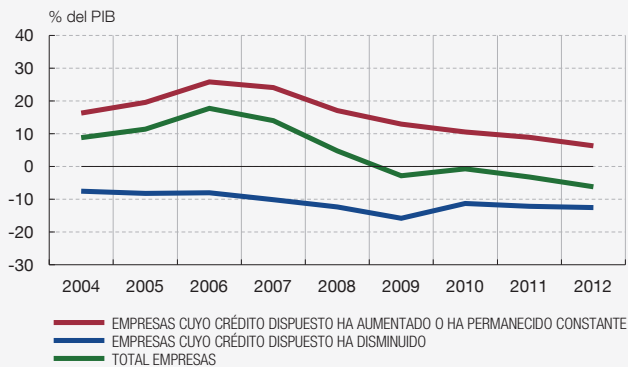
Las empresas volvieron a presentar capacidad de financiación...

Según la Contabilidad Nacional, en 2012 aumentó la capacidad de financiación de las sociedades no financieras hasta el 3,6 % del PIB, 1,8 pp más que un año antes. Este incremento resultó, fundamentalmente, del aumento de su ahorro bruto, que, dadas la necesidad

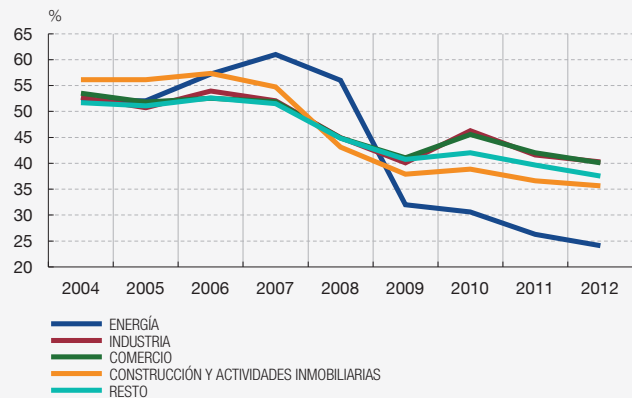
El endeudamiento de las sociedades no financieras ha registrado en los últimos años un lento y progresivo descenso, tal y como reflejan los datos de las cuentas financieras. Según esta información, el retroceso acumulado por el nivel de deuda en

este sector, desde los máximos alcanzados en 2009 hasta finales de 2012, ha sido del 12,1%. Esta evolución se explica principalmente por el comportamiento del crédito bancario, que constituye la principal vía de financiación de las compañías, especialmente

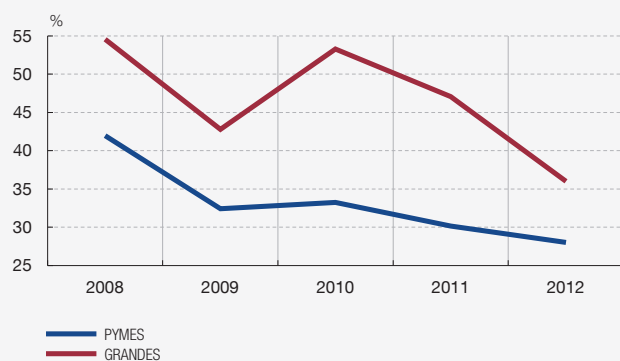
1 CRECIMIENTO DEL CRÉDITO DISPUESTO: FLUJO EN PORCENTAJE DEL PIB (a)



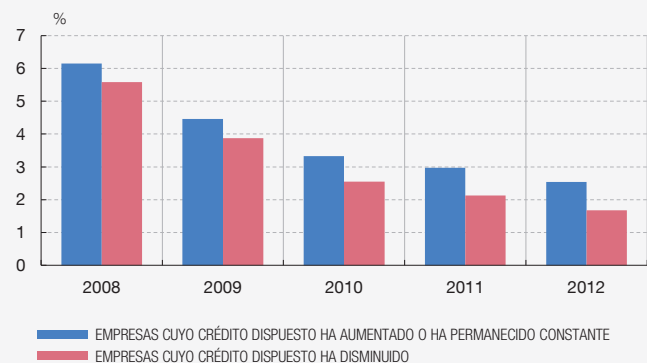
2 PORCENTAJE DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO DISPUESTO HA AUMENTADO O HA PERMANECIDO CONSTANTE. DESGLOSE POR SECTOR (a)



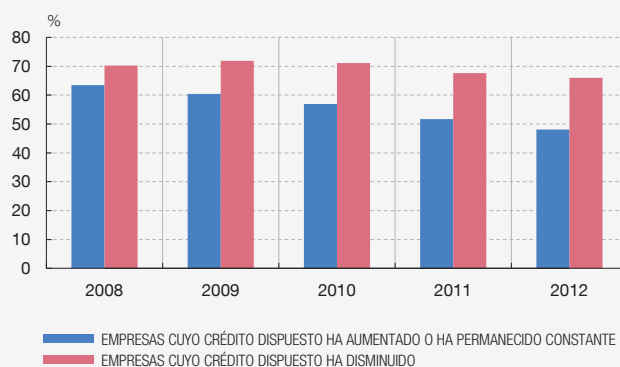
3 PORCENTAJE DE EMPRESAS CUYO CRÉDITO DISPUESTO HA AUMENTADO O HA PERMANECIDO CONSTANTE. DESGLOSE POR TAMAÑO (b) (c)



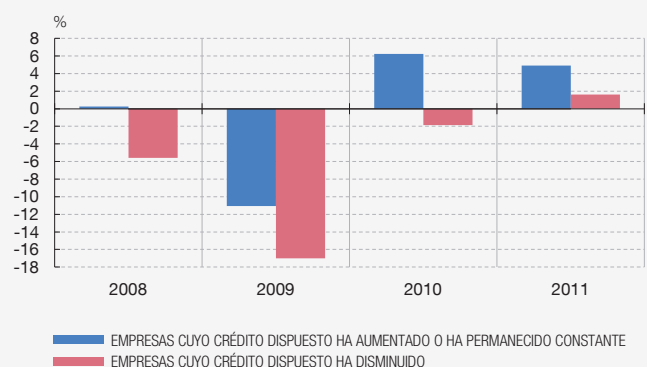
4 MEDIANA DE LA RENTABILIDAD DEL ACTIVO NETO EN t - 1 (b) (d)



5 MEDIANA DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO EN t - 1 (b) (e)



6 TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS VENTAS (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Cálculos realizados con información proveniente de la Central de Información de Riesgos.
- b Cálculos realizados con información cruzada de la Central de Información de Riesgos y de la Central de Balances. Se han excluido de la muestra las empresas con emisiones de valores de renta fija.
- c Media de los porcentajes correspondientes de cada sector.
- d Rentabilidad del Activo Neto, definida como (Resultado Ordinario Neto + Gastos Financieros) / Activo Neto.
- e Ratio de Endeudamiento, definida como Recursos Ajenos con Coste / Activo Neto.

de las de menor dimensión. En el presente recuadro se analiza este proceso de desendeudamiento desde un enfoque micro-económico, para comprobar si esta evolución ha sido homogénea entre las empresas.

El gráfico 1, basado en datos de la CIR sobre crédito dispuesto, revela que la contracción experimentada desde 2009 ha sido compatible todos los años con la existencia de un importante flujo de financiación positivo en algunas sociedades<sup>1</sup>. El incremento de crédito registrado para las compañías en esta situación, en un contexto de coyuntura económica adversa y de condiciones de financiación estrictas, ha sido lógicamente menor que el de los ejercicios más expansivos, si bien ha permanecido en volúmenes notables, cercanos al 9 % en relación con el PIB de esos años.

Al analizar el mismo fenómeno en términos del número de empresas, se observa que desde el inicio de la crisis en 2008 se ha ido reduciendo el porcentaje de sociedades que cada año registró un aumento (o estabilidad) de su financiación bancaria, a pesar de lo cual se mantuvo en valores destacados, en torno al 40 %, para casi todos los sectores de actividad (véase gráfico 2). Hubo, no obstante, algunas ramas en las que el descenso fue más acusado, como la de construcción y actividades inmobiliarias, más afectada por la crisis, o la de energía, en la que el porcentaje disminuyó rápidamente, hasta situarse en un 25 % en 2012. El descenso en este agregado viene explicado tanto por los procesos de desendeudamiento acometidos en los últimos años por algunos de los principales grupos de este sector<sup>2</sup> como por la importante reducción que a partir de 2008 experimentaron los proyectos asociados a energías renovables, tras el fuerte repunte de los ejercicios anteriores.

En el gráfico 3, elaborado con la combinación de la información de la CIR y de la Central de Balances Integrada (CBI)<sup>3</sup>, se observa cómo durante el período más reciente, y a pesar del contexto económico recesivo, ha seguido habiendo un porcentaje relevante de

sociedades con crecimiento de su endeudamiento bancario, tanto en el segmento de las empresas pequeñas como en el de las más grandes. No obstante, en el caso de las compañías de menor dimensión, en las que la crisis económica ha tenido un mayor impacto y se han enfrentado a unas condiciones de financiación más estrictas, se han registrado porcentajes más reducidos durante todo el período.

En los restantes gráficos (4, 5 y 6) se comparan, desde un punto de vista económico y financiero, las empresas en las que el crédito bancario se mantuvo estable o aumentó con las que experimentaron disminuciones. Para ello, se han seleccionado tres variables relevantes en este ámbito: la ratio de rentabilidad del activo, la de endeudamiento, y la evolución de las ventas<sup>4</sup>. De dichos gráficos se desprende que las sociedades con una trayectoria ascendente en su financiación bancaria fueron, en promedio, más rentables, presentaron un menor nivel de endeudamiento y registraron un comportamiento de las ventas más dinámico. Además, en el caso de la ratio de endeudamiento, la distancia entre los niveles medianos de los dos grupos se ha ido ampliando significativamente. Así, mientras que en 2008 la diferencia era de apenas 7 pp, en 2012 las empresas con variación crediticia nula o positiva registraron un endeudamiento mediano del 48,1 %, casi 18 pp menos que el de las que presentaron una disminución del crédito (66 %).

Los resultados de este recuadro evidencian que la evolución reciente de la deuda financiera en el sector empresarial presenta una elevada heterogeneidad. Si bien, en términos agregados, en los últimos años han dominado los procesos de desendeudamiento, ha existido al mismo tiempo un porcentaje no despreciable de sociedades en las que la financiación bancaria se ha elevado. Este fenómeno se ha registrado en la mayoría de las ramas productivas, y tanto en las empresas pequeñas como en las de mayor dimensión. Las sociedades que han experimentado un crecimiento del crédito se caracterizan por presentar, en promedio, una posición más saneada, niveles de rentabilidad más elevados y un mayor dinamismo de su actividad. Estos desarrollos sugieren, por tanto, que se está produciendo una reasignación gradual de los recursos disponibles, destinándose en mayor medida hacia empresas y sectores en una comparativamente mejor situación económica y financiera, lo que hace que, por esta vía, se reduzca el riesgo del sector en su conjunto.

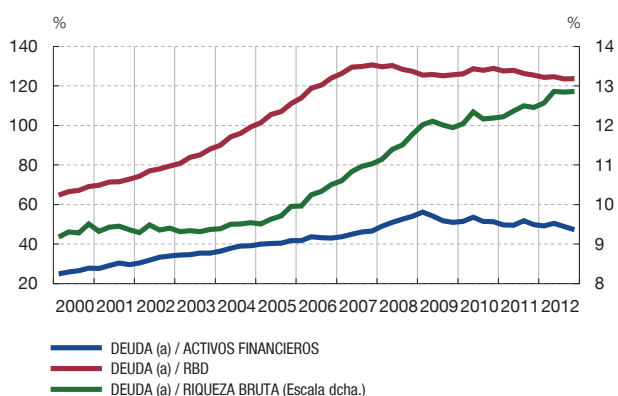
1 Todos los análisis se han realizado utilizando la información que la CIR ofrece sobre crédito dispuesto. Las principales conclusiones no cambian cuando se utiliza el total de crédito disponible.

2 Para un mayor detalle, véase el recuadro que sobre este tema se incluye en el artículo «Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2012 y avance de cierre del ejercicio», publicado en el *Boletín Económico* de marzo.

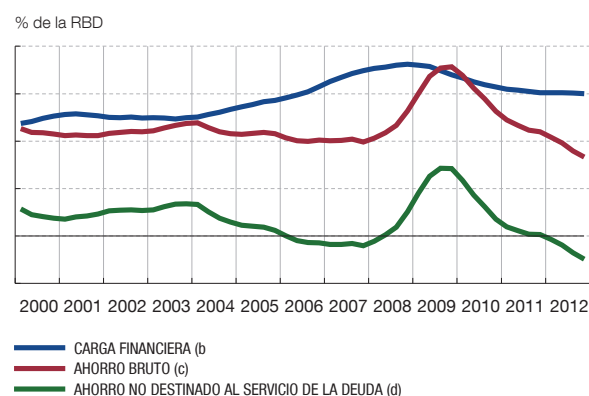
3 La CBI es una muestra resultante de la fusión de la Central de Balances Anual y de la CBB (basada en información procedente de los Registros Mercantiles). Para el análisis se han excluido las empresas con emisores de valores de renta fija (entre 50 y 80 sociedades, dependiendo del año), ya que para estas el crédito bancario no es su única fuente de financiación ajena.

4 En las ratios de rentabilidad del activo y de endeudamiento se ofrece información hasta 2012, al estar referidas al período previo. En el caso de las ventas no es posible ofrecer la tasa de variación de 2012 respecto del año anterior, al no estar aún disponible el dato para este último ejercicio.

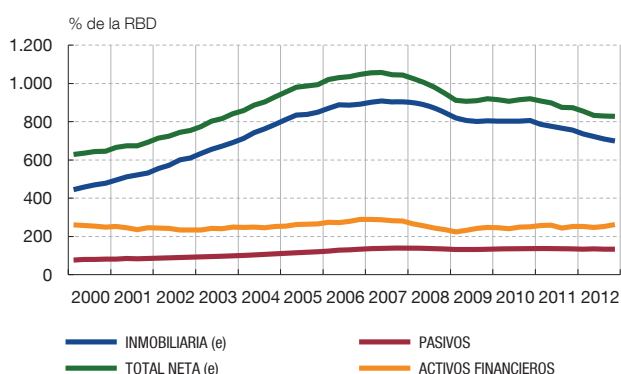
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



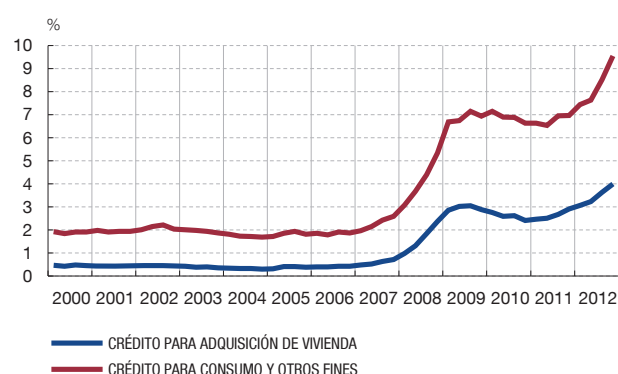
CARGA FINANCIERA Y AHORRO



RIQUEZA



MOROSIDAD DE HOGARES (f)



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

- a Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- b Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- c Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- d Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- e Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.
- f Calculado como crédito dudoso/crédito total.

de desapalancamiento del sector y las perspectivas de débil crecimiento económico, las empresas destinaron sobre todo a reducir su endeudamiento. Del mismo modo, la brecha de financiación —indicador que aproxima, cambiados de signo, los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las sociedades y la formación bruta ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente— se incrementó 2,7 pp, hasta alcanzar un importe equivalente al 3,3 % del PIB. Por último, la liquidez del sector mejoró, evolución que se vio favorecida por el plan de pago a proveedores, que, a su vez, se reflejó en una caída de sus activos frente a las Administraciones Públicas por importe del 0,9 % del PIB<sup>6</sup>.

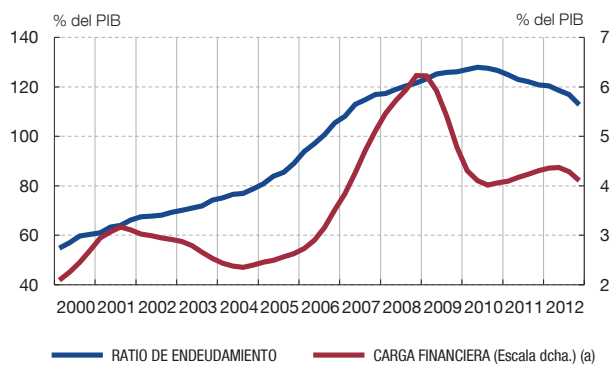
... y el desapalancamiento del sector continuó

La contracción de la deuda de las sociedades ha permitido que se mantuviera el proceso de desapalancamiento empresarial, de forma que estos pasivos pasaron de representar alrededor del 121 % del PIB en 2011 a algo más del 113 % en 2012. En la caída de los recursos ajenos influyeron tanto los flujos netos de financiación negativos como, en menor

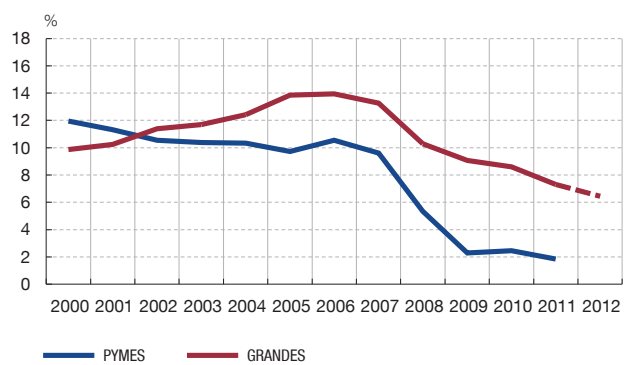
6 A esto habría que añadir la variación de activos frente a las AAPP de los empresarios individuales, que en las cuentas financieras se clasifican como parte del sector hogares.



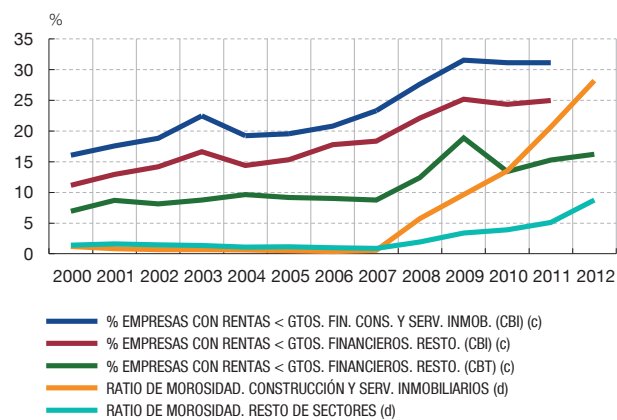
RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



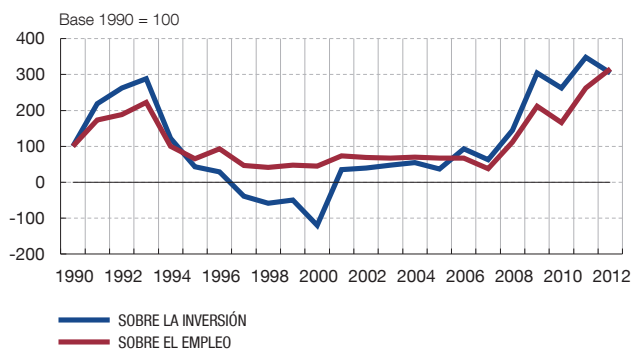
RENTABILIDAD DE LOS RECURSOS PROPIOS (b)



PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RENTAS INFERIORES A GASTOS FINANCIEROS Y RATIOS DE MOROSIDAD



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (e)



FUENTE: Banco de España.

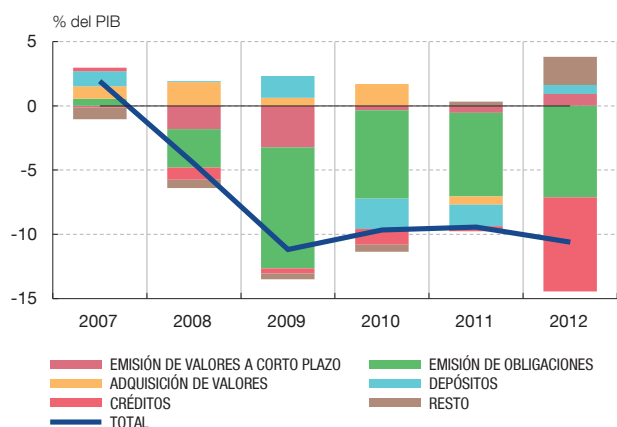
- a Estimación de pagos por intereses.
- b RON / Patrimonio Neto Medio. Las líneas continuas corresponden a la Central de Balances Integrada (CBI), que incluye la información de la CBA (Central de Balances Anual) y de la CBB (proveniente de los Registros Mercantiles), mientras que la discontinua corresponde a la Central de Balances Trimestral (CBT).
- c Porcentaje de empresas para las que la suma del resultado económico bruto y de los ingresos financieros es inferior a los gastos financieros. CBI: muestra resultante de la fusión de la Central de Balances Anual y de la CBB (basada en información procedente de los Registros Mercantiles). En la serie presentada para la CBT (Central de Balances Trimestral) se recoge el porcentaje de empresas en esta situación cuya actividad es distinta a la construcción o a la promoción inmobiliaria (la proporción correspondiente a las sociedades de las ramas ligadas al mercado de la vivienda no se presenta en el gráfico, ya que la cobertura de la CBT de estos sectores es muy reducida).
- d Calculado como crédito dudoso/crédito total.
- e Indicadores calculados a partir de los ratios de endeudamiento, carga financiera y rentabilidad de las empresas colaboradoras con la Central de Balances Anual y Trimestral, aplicando unos coeficientes que tienen en cuenta el impacto de estas variables sobre la inversión y el empleo, así como la importancia de cada empresa en el total en términos del stock de capital y del empleo. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base. Para mayor detalle, véase Hernando y Martínez-Carrascal (2003), «El impacto de la posición financiera de las empresas sobre la inversión y el empleo», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

medida, los recortes de valoración de los pasivos transferidos a la SAREB<sup>7</sup>. Esta evolución, unida al retroceso del coste medio de las deudas, se tradujo en un ligero descenso de la carga financiera, que pasó del 4,3 % del PIB en 2011 al 4,1 % en 2012.

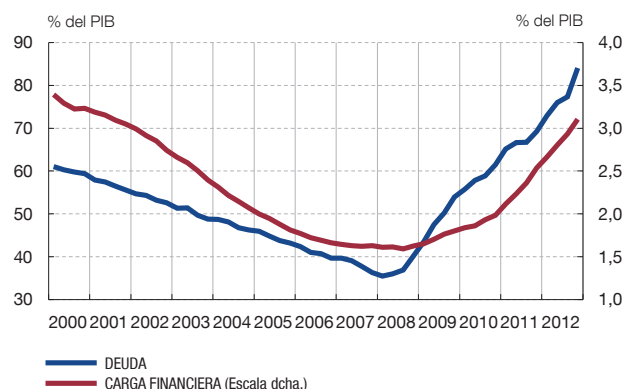
Los resultados y la rentabilidad de las empresas descendieron y diversos indicadores apuntan a que el grado

Por otra parte, de acuerdo con la Central de Balances Trimestral (CBT), muestra en la que tienen un peso destacado las compañías de mayor tamaño, la rentabilidad empresarial descendió, observándose, al mismo tiempo, una evolución heterogénea por sociedades. En particular, el deterioro fue más marcado en la parte baja de la distribución (la que recoge

7 En concreto, a los créditos traspasados a la SAREB se les aplicó un recorte medio de precio de alrededor del 50 % en relación con el valor bruto que figuraba en los balances de las entidades, que era el que se consideraba para el cálculo de la ratio de endeudamiento.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS.  
DISTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTOS (a)

RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES



FUENTE: Banco de España.

a Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

de presión financiera soportado por el sector habría seguido aumentando

las compañías con una evolución más desfavorable). Otros indicadores construidos a escala desagregada también apuntan a un cierto ascenso en el grado de presión financiera soportado por el sector, que sería más elevado en el caso de las pymes. Así, el porcentaje de sociedades para las que las rentas brutas generadas fueron insuficientes para cubrir los gastos financieros continúa en valores elevados (véase gráfico 6.6). Para 2012 no se dispone todavía de información referida a las compañías de menor dimensión, pero la evolución de las de mayor tamaño (CBT) apunta a un nuevo deterioro. En esta línea, las ratios de morosidad de los préstamos del sector con las entidades de crédito residentes han continuado aumentando, siendo especialmente acusado el incremento en las ramas de la construcción y los servicios inmobiliarios, en las que pasó del 20,6% en 2011 al 28,2% en 2012<sup>8</sup>. En el resto de sectores, dicha ratio también se ha elevado, alcanzando el 8,7% (3,6 pp más que a finales de 2011). Por último, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y la inversión, construidos a partir de la CBT, siguen situándose en niveles superiores a los de la crisis de principios de los noventa, indicando unas condiciones financieras poco propicias para la contratación de personal y para la inversión.

### 5.3 LAS AAPP

Las necesidades de financiación de las AAPP aumentaron ligeramente

Las necesidades de financiación de las AAPP continuaron siendo elevadas en 2012. En términos del PIB, aumentaron 1,2 pp respecto al cierre de 2011. No obstante, hay que tener en cuenta que 3,6 pp del déficit están asociados al impacto de las ayudas concedidas a las instituciones financieras para su recapitalización, que aumentaron el gasto público a través de la partida de transferencias de capital.

El desglose por instrumentos muestra que las principales fuentes de financiación del sector fueron la emisión de títulos de renta fija a largo plazo, a través de la cual se captaron recursos por un valor equivalente al 7,1% del PIB (véase gráfico 6.7), y los créditos (7,3% del PIB). El volumen de fondos canalizado a través de estos últimos refleja, fundamentalmente, el préstamo del MEDE al FROB en el marco de las ayudas concedidas para la

<sup>8</sup> De hecho, el incremento de esta ratio, que mide la proporción del saldo de créditos dudosos en el balance de las entidades de crédito, se vio limitado por la transferencia de créditos a la SAREB. Así, en el cuarto trimestre de 2012 la ratio en el segmento de la construcción y la promoción inmobiliaria descendió a raíz de esta operación, sin que este retroceso esté asociado a una mejoría en la situación patrimonial de las empresas.

recapitalización de algunas entidades financieras<sup>9</sup> y el plan de pago a proveedores. Por su parte, en los títulos de corto plazo —netos de las tenencias de activos del propio sector— las amortizaciones excedieron las emisiones.

El notable avance de los pasivos de las AAPP, unido a la contracción del PIB, volvió a traducirse en aumentos de los ratios de endeudamiento y carga financiera

El significativo aumento de los pasivos de las AAPP, unido a la contracción del PIB, resultó en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento del sector, que alcanzó el 84,2 % del PIB a finales de 2012, 14,8 pp más que a finales de 2011. Esta evolución, junto con el ligero ascenso de los costes medios de financiación, se tradujo en una nueva elevación del porcentaje del PIB que absorben los pagos por intereses (3,1 %).

---

9 En diciembre, el MEDE realizó un préstamo al Estado español por un importe de 39 mm, de los cuales 37 mm fueron destinados a la recapitalización del denominado «grupo 1» y el resto se destinó a financiar la participación del FROB en la SAREB. Ya en 2013, se ha recibido un nuevo préstamo de casi 2 mm de euros para la recapitalización de las entidades del grupo 2, elevándose el saldo de financiación concedida por el MEDE hasta un total de 41 mm.



**1 Introducción**

Este capítulo del *Informe Anual*, dedicado a la gestión del Banco de España, sintetiza los aspectos más destacados de la actividad de la institución durante 2012, 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, Servicio de Reclamaciones, Central de Balances, Central de Información de Riesgos, Actividades de Investigación, Vigilancia de los Sistemas de Pago y Mercado de Deuda Pública).

**2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema**

Como en años anteriores, durante 2012 el Banco de España desarrolló una intensa actividad como miembro del Eurosistema. El gobernador participó en las reuniones periódicas que celebraron los consejos de gobierno y general del BCE, en las que se adoptaron las decisiones de política monetaria y relativas al funcionamiento del Eurosistema.

En lo referente a las actividades del Comité de Política Monetaria (MPC, por sus siglas en inglés), el Banco ha contribuido a los ejercicios de previsión periódicos del Eurosistema y del BCE, así como a los informes sobre finanzas públicas y políticas estructurales que elabora todos los años el Comité.

El cambio más importante en el marco operativo ha sido la creación de las Operaciones Monetarias de Compraventa

Además, el Banco de España ha participado, en su calidad de miembro del MPC y del Comité de Operaciones de Mercado (MOC, por sus siglas en inglés), en las modificaciones del marco operativo para hacer frente a las tensiones en los mercados financieros, en particular debido a la creciente segmentación de los mercados monetarios y las distorsiones en los mercados de deuda soberana. Durante el pasado 2012, el cambio más importante en el marco operativo ha sido la creación de un nuevo instrumento, las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés), con el fin de contrarrestar el llamado «riesgo de redenominación» (véase capítulo 4).

El Banco de España participó también en el Comité de Gestión de Riesgos (RMC, según sus siglas en inglés) que tiene encomendada la función de vigilancia, medición y gestión del riesgo financiero generado por las operaciones del Eurosistema. En 2012 el trabajo del RMC se ha centrado en el análisis, la preparación y el asesoramiento a los órganos de gobierno sobre la revisión y mejora del marco de control de riesgos de las operaciones de crédito del Eurosistema, en particular como consecuencia de las especiales circunstancias de los mercados y las entidades financieras durante la crisis.

Asimismo, el Banco ha contribuido a las actividades del Comité de Estabilidad Financiera (FSC, por sus siglas en inglés), especialmente en la elaboración de los informes de situación y el dedicado a las tendencias de la financiación bancaria. El establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión exigirá una reconsideración de la estructura y mandato de este comité.

El Banco también ha mantenido su contribución a los trabajos estadísticos del Eurosistema, a través de su participación en el Comité de Estadísticas (STC, por sus siglas en inglés), en apoyo de las distintas funciones del Sistema Europeo de Bancos Centrales y de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés). Entre los proyectos del STC, cabe destacar la creación de una base de datos de carteras de valores negociables (véase epígrafe 7.1.1).

Por otra parte, el Banco de España ha participado, junto al resto de bancos centrales del Eurosistema, a través del Comité BANCO, en la fabricación, la custodia y la distribución

de billetes en euros, iniciando en 2012 la producción de la segunda serie de billetes de 5 euros (véase epígrafe 6.3).

En el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (PSSC, por sus siglas en inglés), el Banco de España ha contribuido a la gestión del sistema TARGET2, que funcionó de manera satisfactoria en 2012, aumentando su tráfico respecto a 2011. También ha participado en los avances habidos en el proyecto TARGET2-Securities y en la actualización del modelo de corresponsalía de bancos centrales (CCBM), a raíz de las nuevas medidas adoptadas en el marco de colateral del Eurosistema. El Banco de España ha participado asimismo en las actividades de vigilancia cooperativa de los sistemas de liquidación y en la definición de la política de vigilancia del Eurosistema.

El trabajo en el ámbito de la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA) se ha visto reforzado por la publicación del Reglamento (CE) 260/2012 que marca el 1 de febrero de 2014 como fecha final de migración. Asimismo, el Banco, a través del Foro Europeo sobre la Seguridad de los Pequeños Pagos (*Secure Pay*), ha contribuido a la elaboración de las recomendaciones para la seguridad de los pagos por Internet y en materia de acceso a las cuentas.

### 3 Actividades internacionales

Con el fin de consolidar su proyección internacional, el Banco de España ha seguido reforzando su relación con bancos centrales, supervisores y organismos multilaterales.

#### 3.1 RELACIONES INTERNACIONALES

En el contexto de la UE, el Banco de España ha participado en diversos grupos de trabajo y comités. Como en años anteriores, el gobernador participó en las reuniones informales del ECOFIN y el Banco de España ha colaborado en los trabajos del Comité Económico y Financiero (CEF) y del Comité de Política Económica (CPE).

##### 3.1.1 Europa

El Banco de España forma parte del Consejo de Administración de la EBA desde junio de 2012

En el ámbito supervisor destaca la participación del Banco de España en la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), de cuyo consejo de administración forma parte desde junio de 2012. En su segundo año de funcionamiento, la EBA ha llevado a cabo una intensa actividad, en la que destaca la elaboración de varias normas técnicas vinculantes, que son reglamentos delegados que formarán parte de la normativa europea directamente aplicable por sus Estados miembros.

El ESRB es la institución responsable de la supervisión macroprudencial en la Unión Europea. El Banco de España, en su doble faceta de banco central nacional y supervisor del sistema bancario, es miembro con derecho a voto del Consejo General del ESRB.

En enero de 2012, el ESRB publicó dos recomendaciones públicas sobre la financiación en dólares de las entidades de crédito y sobre los elementos fundamentales que deberían recogerse en los mandatos macroprudenciales de las autoridades nacionales. Además, a lo largo del año, trabajó en la preparación de otras dos recomendaciones sobre financiación bancaria y sobre fondos del mercado monetario (publicadas en febrero de 2013), en las que se proponen medidas concretas para mitigar los riesgos identificados en dichas áreas.

##### 3.1.2 Sistema financiero internacional

Un año más, el Banco de España ha tenido un papel activo en el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), habiendo adquirido la condición de miembro de su Comité de Dirección (Steering Committee). El FSB está coordinando el proyecto que persigue la reducción del llamado riesgo moral, derivado de la existencia de entidades sistémicas (SIFI). En el ámbito bancario, busca reducir la probabilidad de quiebra de los

bancos con mayor sistemicidad global (G-SIB), que deberán contar con una capacidad adicional de absorción de pérdidas. Además, el FSB continúa propiciando la implantación de un régimen de supervisión intensivo y efectivo. Finalmente, está impulsando un intenso programa de trabajo en materia de resolución tanto en lo que se refiere al seguimiento de las reformas legislativas como al impulso de la adopción de planes de resolución y recuperación (*living wills*) por parte de las entidades sistémicas.

El Comité de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) ha finalizado durante 2012 la revisión del diseño de la ratio de liquidez a corto plazo (LCR), el tratamiento prudencial de las exposiciones frente a entidades de contrapartida central (CCP) y la revisión de los principios fundamentales de supervisión. Además, han continuado los trabajos dirigidos a asegurar una implantación consistente de las normas acordadas para que sean realmente eficaces. En este sentido, se ha revisado la trasposición de Basilea III en la UE, Estados Unidos y Japón.

En el marco intersectorial, tras las contribuciones realizadas en los últimos años, el Banco de España ha sido nombrado miembro oficial del Foro Conjunto (Joint Forum), grupo internacional que agrupa a supervisores de banca, valores y seguros. En el año 2012, el Joint Forum ha publicado la versión final revisada de los Principios para la supervisión de conglomerados financieros, así como un informe que resume prácticas de apoyo intragrupo utilizadas por entidades financieras.

El Banco de España continúa presidiendo, junto a la Reserva Federal de Filadelfia, el Grupo de Trabajo Internacional sobre Riesgo Operacional (IORWG, por sus siglas en inglés), cuyo principal objetivo es actuar como centro de conocimiento y experiencia para una gestión avanzada del riesgo operacional en la banca central.

En 2012, el FMI ha realizado su segundo informe FSAP sobre el sector financiero español

En 2012, el Banco ha mantenido un papel activo en los asuntos relacionados con el FMI, en su calidad de gobernador alterno ante el Fondo y dando apoyo a los representantes españoles en el mismo. Este año, las políticas del FMI se han caracterizado por el reforzamiento de su función supervisora y las nuevas dotaciones de recursos impulsadas por el G-20. En 2012, el Fondo ha realizado el segundo informe FSAP sobre el sector financiero español.

En relación con el G-20, el Banco participa activamente en los foros europeos en los que se decide la posición de la Comisión y del BCE y colabora con el Ministerio de Economía y Competitividad en la posición española en este foro. En 2012, el G-20 ha avanzado especialmente en la coordinación de políticas macroeconómicas a través del Marco para un crecimiento fuerte, sostenido y equilibrado y la reforma de la arquitectura financiera internacional.

En 2012, el Banco continuó su colaboración con los bancos de desarrollo —Banco Mundial, Banco Asiático de Desarrollo y Banco Interamericano de Desarrollo— y, a nivel 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. Ha formado parte de las delegaciones españolas participantes en las reuniones periódicas de los bancos de desarrollo, el Club de París y los grupos de trabajo sobre crédito a la exportación de la UE y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

La colaboración con organismos latinoamericanos continúa siendo intensa. Con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), principal foro de coordinación de los bancos centrales latinoamericanos, el Banco de España participó en las reuniones de gobernadores, del Comité de Alternos y del Comité de Auditoría.

El Banco de España continúa apoyando a los supervisores latinoamericanos, tanto bilateralmente como en el marco de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA), en donde participa en diversos grupos de trabajo que tienen como objeto facilitar la implantación del nuevo marco de liquidez fijado en Basilea III, la mejora del gobierno corporativo de las instituciones de crédito o el desarrollo de metodologías que faciliten la ejecución de pruebas de estrés. Asimismo, se ha realizado un importante esfuerzo en el campo de la formación para supervisores a través de seminarios en la región y en España o de plataformas *on-line*.

### 3.1.3 Cooperación técnica

Un elemento que contribuye decisivamente a la proyección exterior del Banco es la cooperación técnica con otros bancos centrales y organismos supervisores y reguladores. Esta actividad ha registrado un crecimiento significativo a la largo de los últimos años. Las modalidades de cooperación técnica incluyen cursos y seminarios, visitas de estudio y trabajo en el Banco, desplazamiento de expertos del Banco *vía* misiones *in situ*, actividades de asistencia técnica y la atención casi continua de consultas sobre una gran variedad de temas.

En este campo, cabe destacar en 2012 la firma de un Acuerdo de Cooperación Técnica con CEMLA para la realización de acciones conjuntas en materia de banca central.

La oferta del Banco en el ámbito de la cooperación técnica formativa se articula en actuaciones propias y en actividades coorganizadas con otras entidades, como CEMLA, ASBA y la fundación CEDDET, tanto bajo modalidad presencial como a distancia *vía* Internet. En total, en 2012 se programaron y llevaron a cabo quince cursos, tres de los cuales se celebraron fuera de España.

Por otra parte, el Banco también colabora en las actividades formativas de cooperación técnica organizadas por otras instituciones y organismos multilaterales activos en este terreno, como (además de las ya citadas) el Consejo Monetario Centroamericano, el FMI, el Banco Mundial y el Instituto de Estabilidad Financiera del BIS.

En 2012 la cooperación técnica ha seguido concentrada mayoritariamente en el área latinoamericana por motivos lingüísticos, culturales, financieros y económicos. Sin embargo, se ha mantenido el esfuerzo por ampliar su alcance regional. Así, se celebró la segunda edición del seminario internacional en inglés sobre regulación financiera y supervisión, organizado por primera vez en 2011, con una presencia importante de asistentes de Asia, África, Latinoamérica y Europa Central y del Este.

Dentro del Eurosistema, durante el año 2012 se ha seguido integrando el esfuerzo del Banco de España con el que despliegan sus homólogos del área del euro en la colaboración con bancos centrales y agencias supervisoras de la cuenca mediterránea y de Europa Central y del Este. Así, el Banco ha participado en varios programas coordinados por el BCE y financiados por la UE.

### 3.2 CONFERENCIAS, REUNIONES Y SEMINARIOS ORGANIZADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

A lo largo de 2012, el Banco de España ha organizado diversas reuniones y encuentros de alto nivel, orientados a compartir conocimientos e intercambiar opiniones y puntos de vista.

Barcelona acogió la reunión del Consejo de Gobierno del BCE en 2012

En mayo de 2012, se celebró en Barcelona el Consejo de Gobierno del BCE, organizado por el Banco de España. Dicho consejo se realiza dos veces al año fuera de Fráncfort.



También en mayo, se celebró en Valencia la Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del CEMLA. Asistieron 34 instituciones, la mayor parte de ellas representadas por su máxima autoridad. La agenda del encuentro incluyó la discusión sobre la situación de la economía mundial, los retos derivados de la crisis financiera, las respuestas en estudio en el marco del G-20 y el programa de reforma de la regulación financiera en el contexto de la crisis mundial.

El Banco de España coorganizó, junto al Banco Central de Chile y el BCE, el VI Seminario de Gobernadores del Eurosistema y América Latina. La reunión se celebró en diciembre y tuvo como sede Santiago de Chile. La agenda de la reunión se centró en la comparación de las crisis entre América Latina y Europa, las reacciones de la política económica y la liquidez global.

Como ya es tradicional, también se presentaron en el Banco de España informes de instituciones internacionales, como el Banco Asiático de Desarrollo (BAD) (*Asian Development Outlook 2012, Confronting Rising Inequality in Asia*), la Confederación Andina de Fomento (CAF) (*Promoviendo el acceso en América Latina*), o el FMI (*Perspectivas Económicas Mundiales*, WEO en sus siglas en inglés). Asimismo, se puso en marcha el Foro de Análisis Latinoamericano, que pretende reunir en un espacio de debate semestral al amplio número de instituciones nacionales e internacionales con intereses en América Latina presentes en España.

#### 4 Análisis económico e investigación

Durante 2012, las labores de análisis e investigación de la economía española y de su entorno internacional se han seguido desarrollando en distintos departamentos del Banco de España con el objetivo fundamental de asesorar a sus órganos de gobierno. Entre los resultados de estas actividades, cabe mencionar la publicación de 42 Documentos de Trabajo, 9 Documentos Ocasionales, 44 artículos en revistas académicas y 32 en otras revistas o como capítulos de libros. Además, están en vías de publicación otros 23 artículos en revistas académicas y 16 en otras revistas o como capítulos de libros<sup>1</sup>.

##### 4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS

La agenda investigadora del Banco de España se articula alrededor de cinco grandes áreas:

- Modelización y previsión macroeconómica.
- Política monetaria y sus mecanismos de transmisión.
- Estabilidad financiera.
- Economía y finanzas internacionales.
- Economía española.

Los principales avances en modelización económica se han centrado en el análisis y la estimación de los vínculos macrofinancieros en las economías desarrolladas y en los efectos de la política fiscal. A este respecto, se han estudiado las fluctuaciones cíclicas del apalancamiento y de los activos de los intermediarios financieros en un contexto de equilibrio general con intermediarios regulados y no regulados, para identificar cómo se transmiten dichas fluctuaciones a la actividad real. Por otra parte, se ha investigado so-

<sup>1</sup> Un mayor detalle de estas publicaciones y del resto de las actividades de investigación está disponible en <http://www.bde.es/investigador/home.htm>.

bre la heterogeneidad y las interdependencias en los vínculos macrofinancieros entre las economías desarrolladas, prestando particular atención a la última recesión. Con relación a la política fiscal, se ha comenzado a analizar la dependencia de los multiplicadores fiscales (esto es, los efectos de perturbaciones del gasto público sobre el PIB) del nivel de endeudamiento, se han estudiado los efectos de la política fiscal sobre el tipo de cambio y el impacto de reglas fiscales alternativas que permitan estabilizar la deuda pública frente a perturbaciones de demanda asimétricas para un país perteneciente a una unión monetaria.

En cuanto a la previsión económica, se ha estudiado el papel del crédito como predictor del ciclo económico, el tratamiento de la estacionalidad en modelos de factores dinámicos y el uso de información proveniente de varios indicadores económicos en dichos modelos para identificar puntos de giro del ciclo económico. También se ha desarrollado el modelo de predicción en tiempo real del PIB de la economía europea (EUROSTING) para incorporar información desagregada. Asimismo, se ha obtenido evidencia empírica sobre las fuentes de las diferencias entre las previsiones económicas realizadas por los Gobiernos y las de las instituciones internacionales. Y, continuando con el esfuerzo desplegado en los últimos años, en 2012 se han dedicado recursos a mejorar las herramientas disponibles de previsión a muy corto plazo y a desarrollar otras nuevas.

En cuanto a la política monetaria y sus mecanismos de transmisión, se han utilizado los modelos con vínculos macrofinancieros y los relativos a los efectos de la política fiscal para tener en cuenta los efectos de reglas alternativas de política monetaria. Por otra parte, se ha desarrollado un modelo teórico con variaciones endógenas en los diferenciales entre rendimientos a corto y a largo, para analizar los efectos de la compra de activos de largo plazo por parte del banco central, y se han desarrollado modelos de política monetaria con fijación de precios dependiente del Estado.

La investigación en el ámbito de la estabilidad financiera se ha centrado en los efectos de la crisis y el reforzamiento del sistema financiero

La investigación en el área de estabilidad financiera y análisis bancario durante 2012 se ha articulado en torno a los efectos de la crisis y las propuestas para reforzar el sistema financiero. Se ha abordado el efecto de aumentos en los requerimientos de capital sobre la dinámica de ajuste y el crédito y el efecto de las prácticas bancarias en el crecimiento de la productividad. Se ha seguido analizando el papel de los efectos de demanda y oferta en la evolución del crédito y especialmente del tratamiento de la prociclicidad dentro del marco regulatorio, y se ha profundizado en los instrumentos para una política macroprudencial. También se ha utilizado información desagregada de los balances de las entidades bancarias para estimar el efecto del crecimiento del capital bancario sobre la evolución del crédito a empresas.

Las implicaciones de la crisis en las perspectivas de crecimiento global han sido objeto de estudio en el área de economía y finanzas internacionales

En el área de economía y finanzas internacionales se ha prestado especial atención a los procesos de ajuste tras la crisis y sus implicaciones sobre las perspectivas de crecimiento global, analizando aspectos estructurales como las implicaciones de las tendencias demográficas sobre el crecimiento o la reducción de la participación de las rentas salariales. En el ámbito financiero se han analizado la evolución del proceso de integración financiera internacional, los nuevos modelos de negocio bancario tras la crisis y los ciclos de crédito internacional. En el área de las políticas económicas se han analizado los retos de la política monetaria tras la crisis, la efectividad de las intervenciones cambiarias, los efectos de la política fiscal sobre el tipo de cambio y las reglas fiscales en América Latina. Por último, se han realizado investigaciones en el ámbito del comercio, en referencia al ascenso de China y respecto al papel de los rescates del FMI en los mercados soberanos, entre otros.

Finalmente, las líneas de trabajo sobre economía española han abordado frentes muy diversos, como el estudio del impacto de las distintas medidas de consolidación fiscal sobre el crecimiento a corto y medio plazo, la dispersión salarial a lo largo del ciclo económico, la respuesta del capital humano ante cambios en la estructura salarial, los efectos del salario mínimo sobre el empleo de determinados colectivos, el ajuste del consumo en los hogares españoles, y el grado de ciclicidad de la inversión en activos intangibles. Asimismo, en el ámbito financiero se ha profundizado en el análisis del endeudamiento de hogares y empresas, reestimando la relación entre el saldo de crédito a estos sectores y sus determinantes, y se han analizado los factores explicativos de las ratios de morosidad agregadas de las familias. También se ha estudiado y modelizado el impacto de las tensiones financieras sobre los tipos de interés de la financiación bancaria, se han actualizado los modelos utilizados para explicar la evolución del precio de la vivienda y se han analizado las implicaciones, en términos de eficiencia, del actual diseño de las instituciones de insolvencia (sistema concursal y sistema hipotecario).

#### 4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA

Los trabajos de análisis y de investigación producidos por el Banco de España se han presentado y discutido en seminarios, congresos y conferencias académicas nacionales e internacionales y, por otra parte, se han sometido a publicación en los canales habituales de la profesión. Además, el Banco de España celebra 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 este año el Banco de España ha organizado, en colaboración con otras instituciones, varias conferencias y seminarios:

- *2012 ESCB Day Ahead Conference on Financial Stability: Measurement, Theory and Policy Analysis.*
- Conferencia internacional sobre *Debt and Credit, Growth and Crises* (en colaboración con el Banco Mundial).
- Conferencia Internacional sobre *International Financial Markets* (en colaboración con el Banco de Canadá).
- *European Summer Symposium in International Macroeconomics, ESSIM* (en colaboración con el CEPR).
- *Conferencia en memoria de Luis Ángel Rojo.*
- *Seminario sobre la Financiación de las Pymes* (en colaboración con la CNMV).

Finalmente, se han patrocinado y organizado sesiones en congresos académicos, tales como los de la *European Economic Association* y LACEA (Asociación Económica de América Latina).

#### 4.3 DIFUSIÓN Y COMUNICACIÓN

Las tres vías primarias para la difusión y comunicación de los resultados de la investigación en el Banco de España son las series de Documentos de Trabajo y de Documentos Ocasionales, la *Revista de Estabilidad Financiera* y el *Boletín Económico* mensual, donde se publican, además de artículos regulares de coyuntura económica, resúmenes de trabajos realizados o avances de investigaciones en curso. Todas estas actividades se recogen en El Portal del Investigador, una sección del sitio web corporativo del Banco de España.

	31.12.2012
ENTIDADES DE CRÉDITO	312
Bancos	76
Cajas de ahorros (a)	27
Cooperativas de crédito	70
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	85
Establecimientos financieros de crédito	54
OTRAS ENTIDADES	140
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	25
Establecimientos de compra y venta de moneda	10
Sociedades de tasación	57
Entidades de pago	46
Entidades de dinero electrónico	2
<b>TOTAL</b>	<b>452</b>

a Incluye cajas de ahorros con actividad financiera directa e indirecta pero no los bancos cabeceras de SIP (sistemas institucionales de protección) de cajas de ahorros (incluidos como «Bancos»).

## 5 Supervisión y regulación bancaria

### 5.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

El Banco de España supervisa 312 entidades de crédito

Al cierre del año 2012, las entidades sujetas a supervisión prudencial por parte del Banco de España eran 452, de las cuales 312 eran entidades de crédito (véase cuadro 7.1). De estas, 25 son cajas de ahorros que se han acogido al ejercicio indirecto de la actividad, de acuerdo con lo establecido en el artículo 5 del Real Decreto Ley 11/2010. Sobre todas ellas, el Banco de España lleva a cabo un proceso de supervisión continuada.

El fin último del proceso de supervisión continuada es determinar y mantener actualizado el perfil de riesgo supervisor de cada entidad, y tomar las medidas necesarias para contribuir a mejorarlo, incluyendo, en su caso, la adopción de medidas correctivas.

El número de actuaciones y trabajos relevantes relacionados con la supervisión realizados en 2012 se ha elevado a 659, frente a los 549 del año 2011. De ellos, 150 se encontraban en curso o pendientes de cierre a 31 de diciembre. Estas actuaciones se distribuyen entre las tradicionales visitas de inspección (*in situ*), actuaciones de seguimiento continuado *in situ* y actuaciones a distancia.

Los requerimientos formulados a entidades tras las actuaciones supervisoras fueron 111, contenidos en 41 escritos. Los principales capítulos de recomendaciones y requerimientos fueron los relativos a riesgo de crédito y políticas de gestión y control interno, que representaron el 73 % del total.

En 2012 se han desarrollado importantes actuaciones supervisoras específicas relacionadas con el proceso de reestructuración del sistema financiero español, entre las cuales cabe destacar:

- La revisión y aprobación de los planes de cumplimiento previstos en los reales decretos ley 2/2012 y 18/2012 y el seguimiento de la creación de las sociedades para la gestión de activos, reguladas en el segundo de los reales decretos ley citados.
- La participación en el proceso de valoración independiente de los balances del sistema bancario español —tanto agregada (ejercicio *top-down*) como

individualizada (ejercicio *bottom-up*)— incluido como parte integrante del Memorando de Entendimiento sobre la Condicionalidad de las Políticas del Sector Financiero (MoU), aprobado por el Eurogrupo el 20 de julio.

- La revisión y aprobación —previa a la de la Comisión Europea— de los planes para la recapitalización, reestructuración y, en su caso, resolución de los bancos que presentaron unas necesidades adicionales de capital, de acuerdo con las pruebas de resistencia realizadas durante el proceso de valoración independiente. Fruto de ellos, en diciembre de 2012 las entidades del denominado «Grupo 1» (BFA-Bankia, NCG Banco, Catalunya Banc y Banco de Valencia) recibieron 36.968 millones de euros y, ya en 2013, se han completado las inyecciones de recursos públicos con la aportación de 1.865 millones de euros a cuatro entidades del denominado «Grupo 2» (Caja3, Banco Mare Nostrum, Banco Ceiss y Liberbank).
- Las actuaciones asociadas a la creación de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) al amparo de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y la consiguiente transferencia de activos a la misma.

Los anteriores procesos se han llevado a cabo en estrecha coordinación con otras autoridades españolas (el Ministerio de Economía y Competitividad y el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria) y con las autoridades europeas (la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y la Autoridad Bancaria Europea) e internacionales (Fondo Monetario Internacional).

Asimismo, la recomendación de la Autoridad Bancaria Europea para que las principales entidades mantuviesen un nivel de *core capital* mínimo del 9 % más un colchón para riesgo soberano dio lugar a las correspondientes actuaciones por parte del Banco de España.

Por lo que se refiere a la cooperación internacional con otras autoridades supervisoras, el Banco de España ha organizado reuniones para tres colegios de supervisores, como autoridad supervisora de la entidad matriz, y ha participado, como autoridad supervisora de acogida, en siete colegios de grupos bancarios con matriz extranjera. Todo ello, sin perjuicio de los habituales contactos bilaterales con autoridades supervisoras de otros países.

Durante el año 2012, se firmaron tres convenios de cooperación en relación con la supervisión de grupos europeos de entidades de crédito con filiales en España o de grupos bancarios filiales de entidades españolas, de los previstos en el artículo 131 de la Directiva EC/2006/48.

En relación, finalmente, con la supervisión bancaria, el Memorando de Entendimiento, de 20 de julio de 2012, incorporó en una de sus cláusulas el compromiso del Banco de España de realizar una revisión interna de sus procedimientos supervisores.

En cumplimiento de dicho compromiso, se constituyó una comisión interna del Banco de España que recibió el encargo de realizar un diagnóstico de los procedimientos supervisores del Banco de España con la finalidad de identificar y formular propuestas de reforma. El 16 de octubre de 2012 la comisión emitió su informe.

Entre sus recomendaciones principales, la comisión planteó: la definición de un marco estandarizado para la adopción de medidas supervisoras en función del perfil de riesgos

de cada entidad, potenciando la función preventiva de la supervisión prudencial; la implantación plena del sistema de supervisión continuada *in situ* en todos los grupos bancarios relevantes; mejoras en la formalización de las actuaciones supervisoras; y el establecimiento de una estructura y procedimiento para la correcta vinculación entre la supervisión micro y macroprudencial.

La creación del Mecanismo Único de Supervisión, cuya puesta en marcha se espera para julio de 2014, implicará la necesidad, para la supervisión bancaria española, de adaptar su organización y procedimientos, un proceso que llevará tiempo y que deberá acometerse en coordinación con el BCE.

## 5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

Se acordó la incoación de cuatro expedientes sancionadores

Durante el año 2012, el Banco de España acordó la incoación de cuatro expedientes sancionadores a los siguientes sujetos:

- Una caja de ahorros y sus cargos de administración y dirección, por la presunta comisión de infracciones que podrían incidir en la viabilidad y solvencia de la entidad. Dicho expediente fue incoado también a los miembros de la comisión de control por presunta negligencia en el ejercicio de sus cargos.
- Una entidad de pago y su administrador, por realizar una operación societaria sin la previa autorización ministerial.
- Otra entidad de pago y su administrador, por presuntos incumplimientos de la normativa reguladora de su actividad en materia de recursos propios, de ejecución de las operaciones de pago ordenadas por sus clientes y de llevanza de la contabilidad.
- Dos sociedades que ejercían, sin la preceptiva autorización y sin hallarse inscritas en los correspondientes registros, actividades reservadas legalmente a las entidades de pago.

Asimismo, durante 2012 se acordó la reanudación de dos expedientes que habían sido suspendidos por concurrir el supuesto de prejudicialidad penal, previsto en el artículo 2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito:

- Uno de ellos, referido a tres titulares de participaciones significativas en entidades de crédito y a los administradores de uno de ellos, por un presunto incumplimiento del régimen jurídico regulador de esta materia.
- Otro expediente abierto a un establecimiento de cambio de moneda y gestión de transferencias con el exterior y a sus cargos de administración por presunto incumplimiento de la normativa reguladora de la actividad de este tipo de establecimientos.

En 2012, el Banco de España acordó imponer a una entidad de pago y a su administrador único sendas sanciones pecuniarias por realizar una operación de fusión con otra entidad de pago sin haber obtenido la previa autorización ministerial.

## 5.3 CAMBIOS NORMATIVOS

En el ámbito de la regulación prudencial de las entidades de crédito españolas y otras entidades supervisadas por el Banco de España, dos han sido los principales objetivos

Se ha profundizado en los cambios del marco jurídico para sanear el sector financiero

que han perseguido las iniciativas normativas emprendidas durante 2012. Por un lado, se ha profundizado en los cambios del marco jurídico de las entidades de crédito con el objetivo prioritario de sanear el sector financiero y proveer mecanismos eficientes de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Por otro, ha continuado la reforma del marco operativo en el que tanto las entidades de crédito como otras entidades financieras supervisadas por el Banco de España desarrollan su actividad.

Entre los cambios normativos que tienen por finalidad la mejora del régimen jurídico de las entidades de crédito, cabe destacar:

- *Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero.* Esta norma tenía como objetivos el saneamiento de los balances de las entidades de crédito, afectados por el deterioro de sus activos vinculados al sector inmobiliario, la creación de incentivos que propiciaran un ajuste adecuado y eficiente del exceso de capacidad, el incremento del crédito a las familias y pymes, el fortalecimiento de la gobernanza de las entidades resultantes de los procesos de integración, y la limitación de las remuneraciones de los administradores y directivos de entidades de crédito que hubieran recibido apoyo financiero público.
- *Ley 8/2012, de 30 de octubre, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.* Esta norma es consecuencia de la tramitación parlamentaria del Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo, que exigía a las entidades de crédito saneamientos —adicionales a los establecidos en el Real Decreto Ley 2/2012— con respecto a las financiaciones al sector inmobiliario que, a 31 de diciembre de 2011, tuvieran una clasificación contable de riesgo normal.
- *Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito,* que deroga y sustituye al Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto. Esta norma tiene por objeto regular los procesos de actuación temprana, reestructuración y resolución de entidades de crédito, así como establecer el régimen jurídico del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) y su marco general de actuación, con la finalidad de proteger la estabilidad del sistema financiero minimizando el uso de recursos públicos.
- *Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos.* Este real decreto desarrolla el régimen de organización y funcionamiento de Sareb, establecido en la Ley 9/2012 y en el Real Decreto Ley 24/2012, así como las categorías de activos a transmitir a esta sociedad, estableciendo criterios para la determinación del valor de transmisión.
- *Orden ECC/1762/2012, de 3 de agosto, por la que se desarrolla el artículo 5 del Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, en materia de remuneraciones en las entidades que reciban apoyo financiero público para su saneamiento o reestructuración.* Esta orden concreta los límites de las retribuciones de consejeros y directivos de las entidades de crédito que estén participadas mayoritariamente por el FROB o reciban apoyo financiero del mismo para su saneamiento o reestructuración.

Una nueva ley regula la reestructuración y resolución de entidades de crédito

Entre los cambios que inciden en el marco operativo en el que las entidades de crédito y otros intermediarios financieros desarrollan su actividad destacan:

- *Real Decreto Ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos.* Esta norma recoge las medidas que se aplicarán a los préstamos y créditos vigentes, garantizados con hipoteca inmobiliaria que recaiga sobre la única vivienda en propiedad del deudor y concedidos para la adquisición de la misma, cuando el deudor se encuentre en el llamado «umbral de exclusión».
- *Real Decreto Ley 27/2012, de 15 de noviembre, de medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios.* Esta norma tiene por objeto fundamental la suspensión inmediata, y por un plazo de dos años, de los desahucios de la vivienda habitual de las familias que se encuentren en una situación de especial riesgo de exclusión.
- *Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre, por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.*

También cabe mencionar entre las normas dedicadas a otras entidades financieras distintas de las entidades de crédito, sujetas a la supervisión del Banco de España:

- *Real Decreto 778/2012, de 4 de mayo, de régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico.* Este real decreto desarrolla la regulación contenida en la Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico, y finaliza la transposición de la Directiva 2009/110/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades.

En cuanto al desarrollo de la normativa de ordenación y disciplina de las entidades de crédito, se materializó en las siguientes circulares del Banco de España:

- Circulares 2/2012, de 29 de febrero, y 6/2012, de 28 de septiembre, de modificación de la Circular 4/2004.
- Circular 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos.
- Circular 7/2012, de 30 de noviembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre requerimientos mínimos de capital principal.
- Circular 8/2012, de 21 de diciembre, del Banco de España, a entidades de crédito, sobre bases de datos de activos transferibles a las sociedades previstas en el capítulo II de la Ley 8/2012, de 30 de octubre, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.

#### 5.4 INFORMACIÓN FINANCIERA Y PRUDENCIAL

##### 5.4.1 Requerimientos de información prudencial

Al igual que el año anterior, durante 2012 se introdujeron o modificaron varios estados financieros y prudenciales a causa de la numerosa regulación publicada en el ejercicio, así como para dar cumplimiento a las recomendaciones realizadas por las autoridades europeas.



En 2012 se ampliaron los requerimientos de información a las entidades de crédito sobre el crédito y la exposición inmobiliaria

La Circular 2/2012, de 29 de febrero, introdujo nuevos estados financieros, individuales y consolidados, para que las entidades de crédito faciliten trimestralmente al Banco de España datos sobre las financiaciones concedidas relacionadas con la construcción o promoción inmobiliaria correspondiente a sus negocios en España y sus coberturas, así como sobre los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas que procedan de dichas actividades. Esta circular también modificó los estados, individual y consolidado, con información sobre todos los activos inmobiliarios e instrumentos de capital adjudicados o recibidos en pago de deudas.

Por su parte, la Circular 6/2012, de 28 de septiembre, añadió nuevos estados reservados, individuales y consolidados, para que las entidades faciliten trimestralmente al Banco de España información sobre los saldos vigentes de refinanciaciones y reestructuraciones, la distribución del crédito a la clientela por actividad y la concentración de riesgos por actividad y área geográfica. Las entidades tienen que utilizar los formatos de estos estados para publicar dicha información en sus cuentas anuales. Asimismo, esta circular exigió que las entidades de crédito incluyan en las cuentas anuales información sobre las sociedades para la gestión de activos a las que transfieran los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas, así como del volumen de los activos transferidos.

Por último, la Circular 7/2012, de 30 de noviembre, sobre requerimientos mínimos de capital principal, introdujo la obligatoriedad de enviar trimestralmente al Banco de España el estado «Capital principal y cumplimiento de los requerimientos de capital principal».

#### 5.4.2 Estados prudenciales europeos, XBRL y modelo de datos

El Banco de España ha continuado participando muy activamente en la elaboración de la propuesta de la Norma técnica de ejecución relativa a la información sobre los requisitos de fondos propios, que la Autoridad Bancaria Europea deberá facilitar a la Comisión Europea una vez se apruebe el Reglamento sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión. En la citada norma, se incluirán los formatos de los estados, así como las instrucciones para su confección, relativos a la información financiera (estados FINREP) y prudencial (estados COREP, grandes riesgos, ratio de liquidez, etc.).

En este contexto, el Banco de España, además de participar en el diseño de los estados, viene aportando su experiencia en el desarrollo del modelo de datos necesario para su confección y en la elaboración de taxonomías XBRL multidimensionales.

#### 5.5 CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

El Banco de España gestiona la Central de Información de Riesgos (CIR), que contiene información individualizada de los riesgos de crédito que mantienen las entidades declarantes (fundamentalmente las entidades de crédito) con su clientela.

El número de riesgos declarados a la CIR descendió un 5,2%

Durante 2012, ha descendido el número de riesgos declarados a la CIR, que pasaron de 30,6 millones de euros a finales de 2011 a 29 millones al final de 2012 (un recorte del 5,2%). En cuanto al importe acumulado, pasó de 3,7 billones de euros en diciembre de 2011 a 3,4 billones en diciembre de 2012, lo que supone un descenso del 8%. Por lo que respecta al número de titulares distintos declarados en la CIR, bajó de los 16,7 millones declarados a finales de 2011 a los 16,1 millones a finales de 2012 (descenso del 3,6%).

En su función de facilitar informes a las entidades declarantes, la CIR remitió en 2012 un total de 271,1 millones de informes automáticos, frente a los 280,9 millones del año anterior, lo que supone el tercer descenso anual consecutivo, en este caso del 3,6%. También disminuyeron, por tercer año consecutivo, las peticiones de informes para nuevas opera-

ciones, pasando de 3,7 millones en 2011 a 3,2 millones en 2012 (un descenso del 13,5 %), lo que continúa reflejando la menor actividad de concesión de crédito en el sistema.

La petición de informes por los titulares vía Internet representó el 57,6 % de las solicitudes

Por su parte, las peticiones de informes realizadas por los titulares de riesgos pasaron de 130.107 en 2011 a 146.462 (un aumento del 12,6 %). El uso por parte del público de la facilidad ofrecida por la CIR desde abril de 2010 para obtener los informes vía Internet, mediante la utilización de la firma digital, se ha extendido y, en 2012, más de la mitad de los informes se pidieron por esta vía (84.429 informes, lo que representa un 57,6 % del total).

El número de reclamaciones realizadas por los titulares a la CIR, en ejercicio del derecho de rectificación, ascendió a 855 en 2012, frente a las 754 formuladas en 2011 (un 13,4 % más).

En el año 2012, se incorporaron dos nuevos países —la República Checa y Rumanía— al intercambio de datos entre centrales de riesgos gestionadas por bancos centrales de Estados miembros de la Unión Europea (Alemania, Austria, Bélgica, España, Francia, Italia, Portugal, República Checa y Rumanía).

La mejora de la información disponible en la CIR es una de las medidas incluidas en la Decisión del Consejo de 23 de julio de 2012, dirigida a España, sobre medidas concretas para reforzar la estabilidad financiera. Por ello, a finales de 2012, se publicó para consulta un proyecto de nueva Circular de la CIR que contempla una profunda revisión y ampliación de la información que se ha de recibir de las entidades declarantes.

## 6 Funciones operativas

### 6.1 LA POLÍTICA MONETARIA Y LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

La instrumentación de la política monetaria en el área del euro se lleva a cabo de manera coordinada entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales. El Consejo de Gobierno del BCE toma las decisiones de política monetaria y estos realizan las operaciones de inyección o absorción de liquidez, así como la gestión de los activos entregados en garantía por las entidades de crédito de su demarcación.

Durante 2012, los mercados de deuda soberana siguieron funcionando en un entorno de gran inestabilidad, lo que condicionó en buena medida la actuación de la política monetaria. En efecto, el Eurosistema, tratando de hacer frente a las tensiones en los mercados y de restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria, continuó aplicando los procedimientos de subasta a tipo fijo con adjudicación plena, realizó dos operaciones de provisión de liquidez a tres años en diciembre de 2011 y marzo de 2012 (en las que adjudicó liquidez por un importe de 1.019 mm de euros), y redujo el nivel del coeficiente de reservas mínimas desde el 2 % al 1 %, con efectos desde el primer período de mantenimiento de 2012. Además, en agosto el BCE anunció el establecimiento de un nuevo tipo de instrumento de política monetaria, las OMT, que son operaciones de compraventa simple del Eurosistema en los mercados secundarios de deuda soberana que tienen por objeto salvaguardar la adecuada transmisión de la política monetaria y el carácter único de dicha política. Mediante estas operaciones, el Eurosistema podrá comprar deuda pública sin límite cuantitativo y con vencimientos entre uno y tres años emitida por países que se hallen sujetos a algún programa formal de ajuste con el EFSF/ESM (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y Mecanismo de Estabilidad Financiera, por sus siglas en inglés).

El Eurosistema cerró el programa de adquisición de valores y el segundo programa de compra de bonos garantizados

Respecto a los programas de compra de valores que el Eurosistema ha puesto en marcha desde los inicios de la crisis, cabe señalar que durante 2012 se han cerrado los dos que estaban abiertos al inicio del período. Por un lado, el programa de adquisición de valores (*Securities Markets Programme*) se dio por concluido en septiembre de 2012, al ser sustituido por el programa de OMT; por otro lado, el segundo programa de compras de bonos

garantizados (*Second Covered Bond Purchase Programme*) se cerró en octubre de 2012 sin llegar a usarse completamente, debido a la demanda creciente de los inversores de bonos garantizados europeos y a la reducción de su oferta en el mercado primario. A final de 2012, las carteras del Eurosistema alcanzaron importes de 208,7 mm de euros en el programa de adquisición de valores y de 16,4 mm de euros en el segundo programa de compras de bonos garantizados; de ellos, 24,5 mm y 2,3 mm, respectivamente, se hallaban en el balance del Banco de España. Por último, a final de 2012, el Eurosistema seguía manteniendo carteras procedentes del primer programa de compras de bonos garantizados, cerrado en julio de 2010, por importe de 52 mm, de los cuales 6,2 mm se encontraban en el balance del Banco de España.

Frente a este conjunto de medidas no convencionales, cabe reseñar, dentro de la utilización de los instrumentos más tradicionales, que el Eurosistema varió sus tipos oficiales únicamente en una ocasión durante 2012: en el mes de julio, el tipo de las operaciones principales de financiación (OPF) se redujo en 25 puntos básicos y se situó en el 0,75 %. En la misma medida se redujeron el tipo de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito, quedando situados en el 1,5 % y en el 0 %, respectivamente. El hecho de que la facilidad de depósito no haya estado remunerada desde entonces ha provocado que, en gran medida, las entidades hayan dejado de acudir a ella y hayan dejado volúmenes muy abultados de fondos en sus cuentas de reservas, aumentando así el exceso de fondos sobre los niveles de reservas mínimas requeridas.

La provisión de liquidez fue muy superior a las necesidades

Debido a ello, el cálculo habitual de las necesidades de liquidez del área del euro como la suma de factores autónomos, reservas requeridas y exceso de reservas ha quedado desvirtuado. Ajustando las cifras del segundo semestre a fin de evitar este problema, durante 2012 las necesidades de liquidez del área del euro crecieron un 2,5 % en términos medios, en relación con los niveles de 2011, a pesar de la reducción en el nivel de reservas requeridas. Y, al igual que ya pasara en 2011, la provisión de liquidez por parte del Eurosistema fue muy superior a las necesidades y llegó a situarse en el entorno de los 1.200 mm de euros de media en junio, mes en el que la facilidad de depósito superaba los 750 mm de euros.

Por el contrario, en España las necesidades de liquidez disminuyeron en 30 mm en 2012, también en términos medios. A pesar de ello, se produjo un aumento en los fondos tomados en préstamo en el Eurosistema, en términos netos, que se cifró en 230 mm, como consecuencia de que las salidas de liquidez vía TARGET alcanzaron un importe de 260 mm.

La participación relativa de las entidades españolas descendió paulatinamente desde agosto

Debido a su necesidad de captación de fondos, la participación relativa de las entidades españolas en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema ha aumentado desde el 13,8 % de 2011 hasta el 29,8 % de 2012. La participación más elevada tuvo lugar en agosto, con un nivel del 34 %, y, desde entonces, ha ido reduciéndose paulatinamente hasta situarse en diciembre en el 32 %; este descenso gradual se ha mantenido en el comienzo de 2013.

Adicionalmente a las carteras del Eurosistema mencionadas anteriormente, el Banco de España gestionó una cartera de bonos de renta fija en euros cuyo saldo medio alcanzó en 2012 un importe de 69 mm de euros. Las tenencias de activos en moneda extranjera se situaron en media en 28 mm de dólares. En total, a 31 de diciembre de 2012, los activos en euros, divisas y oro alcanzaban los 101 mm de euros.

Por otro lado, a lo largo del año 2012, el Banco de España ha continuado realizando la gestión de una parte de las reservas exteriores del Banco Central Europeo. En promedio, el volumen gestionado en este ámbito se situó en 7 mm de dólares estadounidenses.

## 6.2 LA GESTIÓN Y VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO

El sistema español de grandes pagos TARGET2-Banco de España, componente español de TARGET2, ha funcionado de manera sólida y estable durante 2012, alcanzando una disponibilidad del 100 %. A lo largo del año, el sistema ha procesado más de 7,6 millones de operaciones, prácticamente sin variación respecto al año 2011 y en línea con lo observado para TARGET2 en su conjunto. En términos de importes, se han liquidado operaciones por más de 88 billones de euros, lo que representa un descenso del 6,4 % con respecto a las cifras registradas el año anterior.

En lo relativo a pagos al por menor, el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), gestionado por Iberpay, ha procesado 1.641 millones de operaciones, por un importe total de 1,6 billones de euros. En términos de número de operaciones, esa cifra supone un crecimiento anual del 1,5 %, ligeramente inferior a lo registrado en el trienio anterior. Por otra parte, se aprecia un descenso interanual del 2,6 % en los importes procesados, similar a 2011, aunque lejos de la caída experimentada en 2009.

Se ha publicado un Plan de Acción para acelerar la migración a la SEPA en España

La migración a la SEPA ha continuado con el crecimiento constante en el número de transferencias procesadas conforme a los estándares paneuropeos. El porcentaje de migración en España, aún muy superior a la media observada para el conjunto de Europa, alcanzó un máximo del 44 % en junio de 2012. Por el contrario, el uso de los adeudos directos SEPA sigue siendo todavía muy limitado, a pesar de que casi todas las entidades españolas están en disposición de ofrecerlo.

A efectos de completar la migración total a transferencias y adeudos SEPA en febrero de 2014, fecha final de migración conforme al Reglamento (CE) 260/2012, se están intensificando los esfuerzos entre los distintos actores del mercado. Así, en diciembre de 2012 se publicó un nuevo Plan de Acción para la Migración, donde se recogen, entre otros, el calendario con los hitos necesarios así como una estrategia de comunicación dirigida a los usuarios finales.

Dentro del proceso de adaptación de las tarjetas bancarias de pago a la SEPA, se ha generalizado el estándar EMV en cajeros y terminales de punto de venta. El porcentaje del parque de tarjetas que han migrado a este estándar supera ya el 90 %.

Durante 2012, el Banco de España ha seguido ejerciendo su labor de vigilancia de los sistemas de pago, con el objetivo de contribuir a su seguridad y funcionamiento eficiente. Aunque esta actividad ha estado centrada fundamentalmente en TARGET2 y el SNCE, también se ha dirigido hacia otras cuestiones de relevancia creciente, como las relacionadas con las interdependencias entre las infraestructuras de pago y liquidación.

## 6.3 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

Se asignó al Banco de España la fabricación de 151 millones de billetes de 50 euros y 865 millones de billetes de 5 euros

En 2012, en el marco de los acuerdos alcanzados por el Eurosistema para la producción descentralizada y mancomunada de billetes en euros, se responsabilizó al Banco de España de la fabricación de 151 millones de billetes de 50 euros de la serie en circulación, y también fue elegido, junto a otros cuatro bancos centrales de la zona del euro, para la fabricación de 865 millones de billetes de la segunda serie de 5 euros. La producción total se encargó a la Real Casa de la Moneda-FNMT.

El volumen de billetes que las entidades de crédito ingresaron en el Banco de España en 2012 ascendió a 3.367 millones, cifra muy similar a la del ejercicio anterior. Por otra parte,

las entidades de crédito retiraron 3.171 millones de billetes, cantidad que fue aproximadamente un 2 % mayor que la registrada en 2011. Como en años anteriores, el volumen de ingresos superó al de retiradas, resultado de los flujos migratorios de billetes que se producen entre los países de la zona del euro. España es el destino turístico de muchos ciudadanos de otros países europeos, que visitan nuestro país con billetes puestos en circulación por otros bancos centrales del Eurosistema, que, finalmente, ingresan en las sucursales del Banco. Como consecuencia, la emisión neta continuó descendiendo en 2012 y presentó signo negativo en las denominaciones de 5, 10 y 20 euros. En cualquier caso, esos flujos migratorios hicieron que el volumen real de billetes en circulación permaneciese estabilizado.

Como parte del cometido asignado al Banco de España de velar por la integridad de los billetes en euros en circulación, en 2012 se clasificaron 3.422 millones de billetes en las sucursales del Banco, frente a 3.286 millones en el año anterior. Del total de billetes procesados en 2012, se destruyeron 893 millones, lo que supone el 26 % de los procesados (frente a un 29 % del año anterior). El menor número de billetes destruidos, a pesar de haber procesado un volumen mayor, indica que hubo un incremento de la eficiencia en el tratamiento de billetes, sin menoscabo en la calidad de los billetes en circulación.

Por otra parte, un año más se encomendó al Banco de España, junto al banco central de los Países Bajos, el análisis de la calidad de los billetes en euros en circulación.

En 2012, el Banco de España puso en circulación 789 millones de monedas, acuñadas por cuenta del Estado, y retiró de la circulación 319 millones de piezas. De esta forma, la emisión neta aumentó en 470 millones de monedas. En relación con las monedas, el Banco desarrolló un conjunto de acciones legales, tecnológicas, de comunicación, de formación y de supervisión encaminadas al cumplimiento de las obligaciones establecidas en el *Reglamento (UE) 1210/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2010, relativo a la autenticación de las monedas de euros y el tratamiento de las monedas de euros no aptas para la circulación*. De esta forma se garantiza la autenticidad y el buen estado de las monedas que recircula el sector privado.

#### 6.4 LAS OPERACIONES DEL FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

De acuerdo con su normativa reguladora, el Banco de España ha llevado a cabo la instrumentación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), actuando como su agente y banco depositario a través del Servicio de Apoyo a los Planes Especiales del Tesoro. Esta tarea incluyó la gestión de los flujos de tesorería de los valores integrados en su cartera, así como la llevanza de la contabilidad de las operaciones y la formulación de sus cuentas anuales e informes periódicos.

Durante 2012, se produjo el vencimiento final de los últimos valores adquiridos en firme, por lo que, una vez amortizados todos los activos de su cartera, se procedió a la liquidación y extinción del Fondo. A continuación, se formularon las cuentas anuales correspondientes al ejercicio (incompleto) de 2012, se llevó a cabo su auditoría por la Intervención General del Estado y se inició su revisión por el Tribunal de Cuentas, sin que a la fecha de cierre del presente informe se hubiera emitido el dictamen correspondiente.

#### 7 La función estadística del Banco de España

La función estadística del Banco de España está enmarcada en su Ley de Autonomía y en el Plan Estadístico Nacional. La Ley de Autonomía establece que el Banco de España deberá elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de la información estadística necesaria para el cumplimiento de los cometidos del SEBC. Las principales estadísticas que elabora el Banco de España

son las relativas a las instituciones y mercados financieros y a los tipos de interés. En el marco del Plan Estadístico Nacional, se elaboran la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional, las Cuentas Financieras de la Economía Española, la Encuesta Financiera de las Familias y la Deuda Pública de acuerdo con el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE).

Además, el Banco de España elabora, por medio de su Central de Balances, información sobre la situación patrimonial y los resultados de las sociedades no financieras, utilizando cuestionarios cumplimentados voluntariamente por las empresas colaboradoras y las cuentas anuales depositadas por las sociedades no financieras en los registros mercantiles.

Estas actividades se completan con la activa participación de representantes del Banco de España en los foros estadísticos internacionales (en el ámbito del SEBC, la Comisión Europea a través de Eurostat, el Comité Europeo de Centrales de Balances, el FMI, el BPI, la OCDE, etc.).

Todas las estadísticas elaboradas por el Banco de España, y una síntesis de otras elaboradas por otras instituciones nacionales e internacionales, se difunden en el *Boletín Estadístico*, en publicaciones monográficas y en el sitio web del Banco de España, donde, además, se puede acceder a la información a través de una base de datos de series temporales. Finalmente, en 2012 fue instalada en el sitio web del Banco de España una nueva versión de la herramienta interactiva para la difusión de información estadística (denominada BIEST), que mejora el acceso de los usuarios a dicha información, y a la que se seguirán añadiendo funcionalidades en los próximos años.

## 7.1 PRINCIPALES NOVEDADES DURANTE 2012

### 7.1.1 Estadísticas monetarias y financieras

El Banco de España continuó participando en el proyecto de creación de una nueva base de datos de carteras de valores negociables (*Securities Holding Statistics Database*, SHSDB). Estos trabajos condujeron a la aprobación de un reglamento del Banco Central Europeo (BCE/2012/24) y concluirán en 2014. También se ha seguido colaborando en el proyecto de modificación de la base de datos del registro de entidades y de sus filiales, que comenzará a funcionar a mediados de 2013.

Además, durante el año 2012, se avanzaron los trabajos que permitirán adaptar las estadísticas —en especial, las cuentas financieras— a los requerimientos del nuevo Sistema Europeo de Cuentas Nacionales (SEC 2010) que entrará en vigor en 2014. Por otro lado, en colaboración con la autoridad supervisora europea de seguros y fondos de pensiones (EIOPA), se ha progresado en los trabajos preparatorios para elaborar un reglamento del BCE por el que se recoja información de empresas de seguros, cuya aprobación está prevista para principios de 2014. Por último, se inició el trabajo de base para cumplir con los nuevos requerimientos establecidos en el *Manual de Déficit y Deuda Públicos* en el marco del PDE.

### 7.1.2 Estadísticas de Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional

Durante el año 2012, se continuó trabajando en la adaptación del sistema de información sobre transacciones económicas con el exterior a los reglamentos sobre pagos transfronterizos, así como en la adaptación de las estadísticas exteriores al sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional* y a los nuevos requisitos establecidos por la Comisión Europea y por el BCE. Los cambios en el sistema de información, en la metodología y en los requisitos de difusión deberán implantarse en 2014. Dentro de este proceso, cabe destacar como hitos superados en 2012 la implantación de un nuevo flujo de información enviado por los proveedores de servicios de pago al Departamento de

Estadística; la modificación por parte del INE del cuestionario y del diseño muestral de la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios, tras una estrecha colaboración con el Banco de España; la entrada en vigor, a comienzos de 2013, del nuevo sistema de declaración directa de operaciones y saldos de activos y pasivos financieros frente al exterior; y la adaptación de la demanda de información a las entidades de crédito, que también entrará en vigor en 2013, con el objetivo de cubrir los requisitos obligatorios de las estadísticas exteriores, aprovechando sistemas de información ya existentes y minimizando cargas adicionales. También se han alcanzado acuerdos específicos con algunos agentes por la peculiaridad de su operativa exterior, como el Ministerio de Empleo y Seguridad Social y el Ministerio de Defensa.

#### 7.1.3 Situación patrimonial y resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances

En 2012, concluyeron los trabajos para la creación de la base de datos de grupos consolidados no financieros, tanto cotizados como no cotizados, a partir de la información pública periódica disponible en la CNMV y de los modelos normalizados que se depositan en los registros mercantiles, respectivamente (estos últimos se desarrollaron en colaboración con el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas —ICAC— y el Ministerio de Justicia). La base de datos de grupos consolidados es el núcleo de la aportación de la Central de Balances a la base europea ERICA (*European Records of IFRS Consolidated Accounts*, del Comité Europeo de Centrales de Balances). Adicionalmente, en 2012 se incorporaron las empresas de mediana dimensión a la monografía anual de la Central de Balances; con ello, esta publicación añade a las series previas toda la información agregada disponible sobre las pymes españolas.

### 8 Servicio de Reclamaciones

A lo largo de 2012, y, en especial, en la segunda parte del año, se ha registrado un notable incremento de las consultas y de las reclamaciones presentadas por ciudadanos y empresas en relación con la oferta de productos y servicios bancarios.

El número de reclamaciones recibidas aumentó un 50,13 % en 2012 respecto a 2011

En concreto, y con la información disponible a 11 de febrero de 2013, en 2012 se recibieron 14.545 reclamaciones, lo que supone un aumento del 22,63 % sobre los 11.861 expedientes del año 2011. Hay que tener presente, no obstante, que el Servicio de Reclamaciones modificó el criterio aplicable a la reapertura de expedientes, de modo que para que las cifras de 2011 y 2012 fueran estrictamente comparables habría que añadir en este último año 3.262 expedientes adicionales, lo que llevaría el incremento hasta el 50,13 %. Este significativo incremento de las reclamaciones —que parece acelerarse en los primeros meses de 2013— es de carácter generalizado y no puede atribuirse a ninguna casuística singular.

Por el contrario, el número de consultas recibidas fue prácticamente similar al de 2011, registrando solo un aumento del 4,24 %, hasta alcanzar las 29.333, de las que 26.566 fueron telefónicas y 2.767 telemáticas.

La actividad internacional del Servicio de Reclamaciones ha estado centrada, en primer lugar, en la participación en FINNET, Red Europea de Resolución Extrajudicial de Conflictos Transfronterizos, de la que España es miembro fundador y, desde septiembre de 2011, parte integrante de su Comité de Seguimiento (Steering Committee). Por otra parte, como ámbitos novedosos, cabe señalar la colaboración con el *Standing Committee of Consumer Protection*, una de las subestructuras de EBA, y FinCoNet, un foro de nueva creación que nace por mandato del G-20 y en el contexto de la promoción de los principios emanados del FSB. El Servicio también ha continuado participando activamente en las reuniones y actividades promovidas por la International Network of Financial Services Ombudsman Schemes.

## 9 Comunicación externa

La política de comunicación del Banco de España se rige por un doble objetivo: mejorar el conocimiento sobre las funciones y actuaciones de la institución y contribuir a garantizar la confianza de los ciudadanos en el sistema financiero. Para conseguirlo, desarrolla las relaciones con los medios de comunicación y un programa de comunicación institucional orientado directamente a los ciudadanos tanto a través de la información difundida en su sitio web como de diversas iniciativas educativas.

### 9.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

El principal foco informativo en 2012, como en el año anterior, ha sido la reestructuración del sistema financiero

Los avances en la reestructuración del sistema financiero español, en particular tras la firma del MoU acordado por las autoridades españolas y europeas en el mes de julio, han protagonizado la relación del Banco con los medios de comunicación en 2012. Así, la mayor parte de las intervenciones públicas de los directivos del Banco en este período han tratado sobre las medidas adoptadas para reestructurar y sanear el sistema bancario.

Como en el ejercicio anterior, se registró un elevado número de solicitudes de entrevista en 2012, centradas, principalmente, en el proceso de saneamiento del sector bancario. En conjunto, los representantes del Banco han realizado una veintena de encuentros con medios de comunicación.

No obstante, la principal vía de comunicación de los puntos de vista del Banco respecto a la situación económica y el sistema financiero fueron sus publicaciones periódicas —como el *Informe Anual*, el *Boletín Económico* y el *Informe de Estabilidad Financiera*— y las intervenciones públicas de sus directivos. En 2012, como consecuencia del retraso de la tramitación de los Presupuestos Generales del Estado, debido a la celebración de elecciones en noviembre de 2011, se han celebrado tres comparecencias del gobernador ante el Congreso, en lugar de las dos habituales cada año (el anterior gobernador, Miguel Fernández Ordóñez, compareció en abril, con motivo de la presentación de los Presupuestos para 2012; y el gobernador actual, Luis M. Linde, en julio, para presentar el *Informe Anual*, y de nuevo en octubre, para debatir los Presupuestos de 2013). Asimismo, el gobernador Linde acudió al Senado en noviembre dentro las sesiones de debate sobre los Presupuestos. Por su parte, el subgobernador, en su calidad de presidente de la Comisión Rectora del FROB, compareció ante el Congreso en los meses de junio y octubre para dar cuenta de las actuaciones del FROB hasta ese momento (en el primer caso fue Javier Aríztegui y en el segundo, Fernando Restoy). Además de estas comparecencias, los miembros de los órganos de gobierno del Banco participaron en aproximadamente una veintena de foros nacionales e internacionales.

### 9.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

El sitio web del Banco de España y sus portales constituyen sus canales más importantes de comunicación con la sociedad por su agilidad, eficiencia y coste.

#### 9.2.1 La información al ciudadano

El sitio web recibió 3,35 millones de visitantes, un 16 % más que el año anterior

Las estadísticas de acceso corroboran esta importancia. En el año 2012 hubo un total de 3,35 millones de visitantes, frente a los 2,89 millones del año anterior, lo que supone un aumento del 16 %. En cuanto a las páginas visitadas por los usuarios, estas superaron los 22 millones. El sitio web consta de más de 6.500 páginas y más de 28.000 ficheros, y en 2012 se han realizado cerca de 250 proyectos de ampliación o mejora de los contenidos y su arquitectura.

Junto con el sitio web, el Banco de España pone a disposición de los usuarios diversos portales que tienen por objeto cubrir las necesidades específicas de información de deter-



minados segmentos. Entre estos, destaca el *Portal del Cliente Bancario*, visitado por cerca de 736.000 usuarios, un 15 % más que en el ejercicio anterior.

El Banco atendió 46.454 consultas de empresas y ciudadanos, un 7 % más que el año anterior

En el año 2012, el Banco de España atendió, desde diversos puntos de información especializada, 46.454 solicitudes de información de empresas y ciudadanos, a través del Servicio de Reclamaciones, el Portal del Cliente Bancario y el Servicio de Información Estadística.

Asimismo, se distribuyeron el año pasado 33.500 unidades de material divulgativo del Banco de España y 15.500 ejemplares de productos informativos y educativos del Euro-sistema y de la Comisión Europea. Además, desde el *Portal Educativo* se han descargado más de 39.000 elementos del diverso material educativo que se ofrecen a través de este canal (folletos, presentaciones y vídeos).

#### 9.2.2 Iniciativas educativas

Más de 20.000 alumnos de Secundaria participan en el Plan de Educación Financiera durante el curso 2012-2013

El *Plan de Educación Financiera* (PEF), patrocinado por el Banco de España y la CNMV, continuó con los contactos con el Ministerio de Educación, Cultura y Deporte, las consejerías de las CCAA y la comunidad escolar para lograr el objetivo de introducir en el currículo de Secundaria la asignatura de Educación financiera. Más de 20.000 alumnos de 411 centros públicos y privados participan en el segundo programa piloto durante el curso 2012-2013. El proyecto cuenta además con el portal educativo [www.gepeese.es](http://www.gepeese.es), que ha remozado sus contenidos audiovisuales y ofrece un espacio para el encuentro de los docentes.

El sitio web [finanzasparatodos.es](http://finanzasparatodos.es), dirigido a todos los públicos para la promoción de la educación financiera, está en camino de consolidarse como el portal de referencia de las finanzas personales. Durante 2012, el portal ha aumentado notablemente sus registros, y alcanzó 890.000 visitas y más de 2.100.000 páginas vistas.

El Portal Educativo, que aloja el programa educativo sobre banca central, se consolida en 2012 con un 10 % más de visitas

El Portal Educativo, que reúne un gran número de recursos didácticos para fomentar el conocimiento del Banco de España y del Eurosistema, se ha consolidado como una herramienta de aprendizaje para la comunidad educativa, tal y como muestran las 210.000 páginas consultadas por cerca de 78.000 visitantes durante el año 2012, un 10 % más que en el año 2011.

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 *Rincón Educativo*, destinado a profesores y alumnos de Primaria y Secundaria, permite descargar vídeos, cómics, juegos, fichas y otros materiales pedagógicos de apoyo, así como disponer de actividades complementarias para que las desarrollen los alumnos en clase o en casa. Entre estos materiales, cabe destacar *La Caja Fuerte*, un juego didáctico para su uso en las aulas, y *El Cofre del Dinero*, un juego de mesa cuya finalidad es fomentar de manera lúdica el conocimiento de la zona del euro, de los billetes y monedas en euros, del Banco de España y del resto de los bancos centrales.

El Banco de España dispone, tanto en su sede central de Madrid como en la red de sucursales, de un programa de visitas institucionales y educativas, que, en el año 2012, superó los 6.500 visitantes. Las visitas pueden concertarse a través del Portal Educativo del sitio web del Banco de España.

Un total de 1.765 estudiantes de Bachillerato y Formación Profesional de grado medio participan en la segunda

El concurso *Generación Euro* es un concurso sobre política monetaria destinado a estudiantes de Bachillerato o de grado medio de Formación Profesional convocado en nuestro país por el Banco de España y, en otros países de la zona del euro, por los bancos centrales del Eurosistema.

edición del concurso  
*Generación Euro*

En mayo de 2012, se celebró en la sede del Banco de España la fase final de la primera edición del concurso, resultando ganador el equipo de Bachillerato del Colegio Xaloc, de L'Hospitalet de Llobregat, que, además, viajó a Fráncfort del Meno para participar en una ceremonia celebrada en la sede del Banco Central Europeo.

En septiembre de 2012, el Banco de España ha convocado la segunda edición del concurso, que se desarrolla entre noviembre de 2012 y abril de 2013, a través del sitio web [www.generationeuro.eu](http://www.generationeuro.eu), al que se accede desde el Portal Educativo del Banco de España. De los 4.960 alumnos que se han inscrito en la zona del euro, 1.765 son españoles, lo que supone un 35,5 % del total.

9.2.3 Relaciones  
institucionales  
con el Banco Central  
Europeo

Durante 2012 se ha trabajado en la edición de nuevos juegos educativos *on-line* y en la campaña de comunicación del primero de la segunda serie de billetes en euros, conocida como serie Europa, cuyas medidas de seguridad dio a conocer el presidente Draghi en noviembre de 2012. El principal canal de comunicación de la campaña es el sitio web <http://www.nuevos-billetes-en-euros.eu>, donde se ofrece información relativa a las características del nuevo billete.

## 10 Organización y administración interna

La plantilla total del Banco de España, a 31 de diciembre de 2012, se situó en 2.620 personas.

10.1 RECURSOS HUMANOS  
Y ORGANIZACIÓN

La proporción de mujeres siguió aumentando paulatinamente y superó el 42 %. En torno a 200 personas cambiaron de puesto (un 8,5 % del total, frente a un 7,5 % en 2011) y se cubrieron internamente 23 puestos de responsabilidad. Por otra parte, 59 empleados del Banco trabajaron para otras instituciones, como el Sepblac y el FROB.

A lo largo del año, 31 empleados se incorporaron a trabajar en diferentes organismos económicos internacionales, 21 de ellos con contratos temporales por dos y tres años. El Banco Central Europeo fue el destino preferente, seguido de la Autoridad Bancaria Europea.

El 72 % de la plantilla participó  
en un curso de formación en  
2012

En 2012 se ha seguido potenciado la formación orientada a las necesidades organizativas y al desarrollo profesional. En el conjunto del año, se ha impartido una media de 45 horas por empleado. El 72 % de la plantilla realizó un curso completo en 2012 y 122 empleados asistieron a cursos internacionales.

Como en años anteriores, y con el objetivo de contribuir a la formación práctica de los estudiantes universitarios, el Banco ha acogido a alumnos universitarios de grado que quieren realizar sus prácticas académicas en el sector financiero. En 2012, hubo 82 becarios en las distintas áreas del Banco.

10.2 ADQUISICIONES  
Y SERVICIOS GENERALES

En el ámbito de contratación, se ha cumplido el Plan Anual aprobado para el ejercicio: se han tramitado 165 expedientes y 2 convenios, también 111 anexos y modificaciones contractuales, y se han cancelado 40 contratos. Asimismo, se han gestionado 145 prórrogas de contratos, renegociando los precios con reducción de costes. También se ha participado en varios proyectos desde la perspectiva de contratación conjunta del Eurosistema.

Se han desarrollado nuevos proyectos relacionados con la seguridad de los edificios, como el nuevo Centro de Control de Seguridad de Cibeles y el Plan de Mejora de los Sistemas de Seguridad y Videovigilancia en las sucursales.

Siguen en ejecución los planes de mejora de infraestructuras críticas (como el Plan de Integración Eléctrica de Cibeles y la redundancia del Sistema de Climatización del Centro

de Cálculo de Alcalá, 522) y se ha iniciado el Proyecto del nuevo Centro de Cálculo de Cibeles. En todos los casos se ha mantenido el objetivo de lograr una mayor eficiencia energética.

#### 10.3 SISTEMAS DE INFORMACIÓN

En 2012, se han gestionado 74 proyectos dentro del plan de sistemas. Se han realizado importantes actuaciones en distintas aplicaciones, entre las que cabe destacar:

- Inicio del sistema integrado de efectivo (SIE), con el fin de poder trazar el recorrido de las unidades de empaquetado de billetes y monedas y conocer su historial de manipulación, utilizando sistemas avanzados de identificación y tratamiento (radiofrecuencia, *pdas*, etc), integrándose con el resto de aplicaciones y dispositivos que se utilizan en la actualidad.
- Definición y comienzo de la adaptación de los sistemas que componen el CMS (*Collateral Management System*) para incorporar los nuevos requerimientos del Eurosistema en lo relativo a la implantación de los servicios *triparty*, la eliminación del principio de repatriación y la constitución de prendas sobre valores negociables y préstamos mediante nuevos procedimientos electrónicos que sustituyan a los actuales (prenda electrónica).

Las actuaciones más destacables en las infraestructuras informáticas han sido:

- Mejoras en la disponibilidad frente a una situación de contingencia del sistema de ordenadores centrales, con la incorporación de un nuevo *software* que acelera la operativa de cambio de sala en caso de avería de algún componente.
- Despliegue de la infraestructura general de recepción de información mediante tecnología de formularios electrónicos.
- Puesta en servicio de un sistema de autenticación de usuarios (conocido como *Single Signon*) que habilita al usuario para acceder a varios sistemas con una única identificación en el puesto de trabajo.

En el ámbito de la continuidad de negocio, se ha desarrollado una metodología para actualizar el Análisis de Impacto en el Negocio (BIA) y se ha diseñado y producido una guía de bolsillo, para entregar a todos los empleados del Banco de España, que resume las acciones de respuesta inmediata ante una emergencia, coordinando los planes de Auto-protección y Continuidad de Negocio.

#### 10.4 POLÍTICA DOCUMENTAL CORPORATIVA

La consolidación de la Oficina Virtual es un hecho, con la publicación de información, normativa y formularios relativos a 61 procesos y servicios, un crecimiento de visitantes y consultas cercano al 20 % y un incremento de ficheros descargados del 85 % (más de 46.000). El elevado número de descargas y la necesidad de llevar a cabo la normalización y simplificación de los formularios e impresos ha motivado su revisión y la elaboración de una guía y un procedimiento cuyo objeto es establecer las directrices que hay que seguir para la elaboración, modificación y baja de las solicitudes normalizadas de los procesos y servicios del Banco de España y su simplificación documental.

En el año 2012, se ha colaborado con el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas en el plan de acción para la reducción de cargas administrativas, valorando las dife-

rentes iniciativas y soluciones implantadas en el Banco estrechamente relacionadas con la administración electrónica y la gestión de los documentos. El desarrollo del Registro Electrónico y su próxima implantación impulsará de manera definitiva la evolución hacia la «oficina sin papeles».

Por otra parte, en el Archivo Histórico y General se ha continuado trabajando en el tratamiento de la documentación, habiéndose finalizado el proceso de revisión del cuadro de clasificación de las series documentales de las sucursales.

Finalmente, y en relación con las colecciones integrantes del patrimonio histórico-artístico documental del Banco, en 2012 se ha abordado el tratamiento de la colección de letras de cambio, compuesta por 5.804 unidades, completándose su catalogación, restauración y digitalización, así como su instalación en material de conservación y mobiliario normalizados.

#### 10.5 INTERVENCIÓN GENERAL

En 2012, el Banco de España organizó conjuntamente con el CEMLA la *XIII Reunión sobre Aspectos Contables de Banca Central*.

Esta reunión bienal acoge el plenario de los responsables de las áreas contables de todos los bancos asociados y colaboradores del CEMLA, junto con representantes de otros organismos internacionales, para profundizar en diversos aspectos de la contabilidad específica de los bancos centrales.

El Banco de España continuó desarrollando la gestión de sus riesgos operacionales y, como en años anteriores, el área de riesgos mantuvo una intensa actividad internacional, participando en la implantación del sistema de gestión del riesgo operacional en el ámbito del Eurosistema, copresidiendo el IORWG, integrado por 47 bancos centrales, y realizando diversas actuaciones de cooperación técnica.

#### 10.6 AUDITORÍA INTERNA

La auditoría interna tiene por objeto evaluar la eficacia, la suficiencia y la idoneidad de todos los sistemas y procedimientos establecidos para la gestión y el control de los riesgos.

La actividad auditora 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 2012, derivado del Plan Trienal 2011-2013, el DAI ha realizado casi una veintena de auditorías y hecho el seguimiento de las recomendaciones emitidas en anteriores auditorías, tanto de las específicas del Banco de España como de las comunes al SEBC.

## 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)<sup>1</sup>, 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 2011 se presentan únicamente para facilitar su comparación con las de 2012. 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 2012. En su apartado 2 se presentan el balance y la cuenta de resultados a 31 de diciembre de 2012; 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, y los cambios en capital, reservas, provisiones y cuentas de revalorización; 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.

<sup>1</sup> Orientación del Banco Central Europeo de 11 de noviembre de 2010, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2010/20), y sus modificaciones posteriores.

## 2 BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

### BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2012

En millones de euros

	Número nota	2012	2011
<b>ACTIVO</b>			
<b>1 Oro y derechos en oro</b>	<b>1</b>	<b>11.418,40</b>	<b>11.017,18</b>
<b>2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>		<b>26.593,16</b>	<b>25.019,85</b>
2.1 Activos frente al FMI	2	5.907,82	5.803,75
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	20.685,34	19.216,10
<b>3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	<b>4</b>	<b>2.576,94</b>	<b>4.250,73</b>
<b>4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>		<b>812,81</b>	<b>844,31</b>
4.1 Depósitos, valores y préstamos	5	812,81	844,31
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
<b>5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>6</b>	<b>361.086,88</b>	<b>168.196,45</b>
5.1 Operaciones principales de financiación		45.735,00	11.422,10
5.2 Operaciones de financiación a más largo plazo		315.351,79	156.677,80
5.3 Operaciones temporales de ajuste		—	—
5.4 Operaciones temporales estructurales		—	—
5.5 Facilidad marginal de crédito		—	—
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		0,09	96,55
<b>6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>		<b>0,87</b>	<b>2,74</b>
<b>7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	<b>7</b>	<b>96.930,56</b>	<b>106.385,64</b>
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria		32.989,53	31.080,11
7.2 Otros valores		63.941,03	75.305,53
<b>8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	<b>8</b>	<b>2.915,05</b>	<b>3.498,51</b>
<b>9 Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>9</b>	<b>40.078,29</b>	<b>32.177,68</b>
9.1 Participación en el capital del BCE		1.078,50	940,10
9.2 Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		4.783,65	4.783,65
9.4 Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema		34.216,14	26.453,93
9.5 Otros activos intra-Eurosistema (neto)		—	—
<b>10 Partidas en curso de liquidación</b>		<b>1,04</b>	<b>1,29</b>
<b>11 Otros activos</b>		<b>7.269,06</b>	<b>4.172,85</b>
11.2 Inmovilizado material e inmaterial	10	263,67	268,51
11.3 Otros activos financieros	11	45,70	46,76
11.4 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	12	162,30	—
11.5 Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	13	4.825,31	2.439,70
11.6 Diversos	14	1.972,07	1.417,88
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>549.683,05</b>	<b>355.567,23</b>

**BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2012 (cont.)**

En millones de euros

	Número nota	2012	2011
<b>PASIVO</b>			
<b>1 Billetes en circulación</b>	<b>15</b>	<b>99.641,36</b>	<b>97.024,85</b>
<b>2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>16</b>	<b>72.004,69</b>	<b>50.933,71</b>
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		12.851,75	14.561,25
2.2 Facilidad de depósito		59.046,50	33.335,00
2.3 Depósitos a plazo		—	3.000,00
2.4 Operaciones temporales de ajuste		—	—
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		106,45	37,46
<b>3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>17</b>	<b>110,01</b>	<b>0,02</b>
<b>5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>		<b>10.951,86</b>	<b>5.570,05</b>
5.1 Administraciones Públicas	18	9.009,99	5.425,69
5.2 Otros pasivos	19	1.941,86	144,35
<b>6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	<b>20</b>	<b>141,68</b>	<b>380,75</b>
<b>7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>		<b>0,85</b>	<b>1,08</b>
<b>8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>		<b>0,77</b>	<b>0,78</b>
8.1 Depósitos y otros pasivos		0,77	0,78
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
<b>9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	<b>21</b>	<b>3.296,08</b>	<b>3.355,46</b>
<b>10 Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>22</b>	<b>336.831,24</b>	<b>174.826,42</b>
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)		336.831,24	174.826,42
<b>11 Partidas en curso de liquidación</b>	<b>23</b>	<b>183,75</b>	<b>240,47</b>
<b>12 Otros pasivos</b>		<b>350,59</b>	<b>506,24</b>
12.1 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	24	—	110,92
12.2 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	25	237,54	161,00
12.3 Diversos	26	113,05	234,32
<b>13 Provisiones</b>	<b>27</b>	<b>7.806,34</b>	<b>6.365,20</b>
<b>14 Cuentas de revalorización</b>	<b>28</b>	<b>12.568,59</b>	<b>12.012,07</b>
<b>15 Capital y reservas</b>		<b>1.950,00</b>	<b>1.950,00</b>
15.1 Capital	29	1.000,00	1.000,00
15.2 Reservas	30	950,00	950,00
<b>16 Beneficio del ejercicio</b>	<b>31</b>	<b>3.845,23</b>	<b>2.400,13</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>		<b>549.683,05</b>	<b>355.567,23</b>

CUENTA DE RESULTADOS DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2012

En millones de euros

	Número nota	2012	2011
1 Ingresos por intereses	1	8.223,84	5.273,93
2 Gastos por intereses	2	3.112,82	1.341,45
<b>3 Ingresos netos por intereses (1 – 2)</b>		<b>5.111,02</b>	<b>3.932,49</b>
4 Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	132,25	101,29
5 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	1,01	467,61
6 Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio, precio y crédito	5	-1.565,92	-1.081,34
<b>7 Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos (4 – 5 + 6)</b>		<b>-1.434,68</b>	<b>-1.447,66</b>
8 Ingresos por honorarios/comisiones		19,32	17,57
9 Gastos por honorarios/comisiones		12,04	10,68
<b>10 Ingresos netos por honorarios/comisiones (8 – 9)</b>	<b>6</b>	<b>7,27</b>	<b>6,89</b>
11 Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	89,58	109,64
12 Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	514,17	211,05
13 Otros ingresos y quebrantos	9	-4,55	40,23
<b>14 TOTAL INGRESOS NETOS (3 + 7 + 10 + 11 + 12 + 13)</b>		<b>4.282,81</b>	<b>2.852,63</b>
15 Gastos de personal	10	210,91	230,90
16 Gastos en bienes y servicios	11	119,38	116,61
17 Amortización del inmovilizado	12	30,60	31,86
18 Costes de producción de billetes	13	47,43	54,71
19 Otros gastos		2,92	2,89
<b>20 TOTAL GASTOS OPERATIVOS (15 + 16 + 17 + 18 + 19)</b>		<b>411,24</b>	<b>436,97</b>
21 Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	26,33	15,53
<b>22 BENEFICIO DEL EJERCICIO (14 – 20 – 21)</b>	<b>15</b>	<b>3.845,23</b>	<b>2.400,13</b>

V.º B.º  
El gobernador,



LUIS M. LINDE DE CASTRO

El interventor general,



JAVIER PACIOS RODRÍGUEZ



### 3 MEMORIA EXPLICATIVA

#### 3.1 Normativa contable

##### 1 PRINCIPIOS BÁSICOS

Las cuentas anuales del Banco de España muestran la imagen fiel de la situación patrimonial, financiera y económica de la entidad, habiéndose elaborado de acuerdo con los siguientes principios contables: prudencia, hechos posteriores a la fecha del balance, empresa en funcionamiento, devengo, consistencia y uniformidad, no compensación, correlación de gastos e ingresos, e importancia relativa, siendo estos principios acordes con los principios contenidos en las orientaciones e instrucciones contables del BCE.

##### 2 CRITERIOS DE CONTABILIZACIÓN

Las cuentas anuales se han preparado siguiendo el criterio general del coste histórico, con las modificaciones necesarias para incorporar el precio de mercado en los valores pertenecientes a la cartera de negociación, en el oro y en la posición en moneda extranjera. Los futuros se valoran diariamente a precio de mercado, y las participaciones significativas en el capital de sociedades, a su valor teórico-contable.

En general, las operaciones realizadas con activos y pasivos se contabilizan en la fecha de su liquidación, con la excepción de las operaciones a plazo con divisas, que son registradas en su fecha de contado. En caso de que entre la fecha de contratación y la fecha de contado medie un fin de ejercicio, las operaciones en divisas, tanto de contado como de plazo, se contabilizan en la fecha de contratación.

Los criterios de valoración concretos aplicados a los distintos activos y pasivos han sido los siguientes:

##### Oro

Se contabiliza por su precio de adquisición<sup>2</sup>, determinado por el efectivo satisfecho, incluidos todos los gastos inherentes a la operación.

El coste de las ventas se obtiene aplicando el método LIFO diario. En caso de que el efectivo que se ha de desembolsar o de percibir venga establecido en una divisa diferente del euro, se convierte a euros al tipo de cambio medio existente en el mercado dos días hábiles antes de la fecha de liquidación de la operación.

El último día de cada mes, las existencias de oro se valoran al precio de mercado en euros de la onza troy de oro fino. Las plusvalías o minusvalías no realizadas (excepto en caso de minusvalías a fin de año) se reflejan en una cuenta de ajuste, con abono o adeudo, respectivamente, a una cuenta de revalorización o de pérdidas.

Las minusvalías existentes a fin de ejercicio se llevan a la cuenta de resultados, modificándose el precio medio contable. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores.

En las operaciones temporales de oro contra divisas, la cesión del oro se registra en cuentas de orden, sin afectar a las cuentas patrimoniales. La divisa recibida a cambio se registra en el activo y, simultáneamente, en el pasivo, la obligación de devolverla. Las posibles diferencias que surjan entre el oro entregado al contado y el recibido a plazo se contabilizan

<sup>2</sup> A 31.12.1998 se ajustó su precio de adquisición en función del precio de mercado existente en aquel momento, y se abonaron las plusvalías latentes a cuentas de revalorización. Estas plusvalías se traspasarán a resultados cuando se realice la venta del activo y es posible utilizarlas para compensar minusvalías.

zan como si se tratara de una operación de compraventa independiente al vencimiento de la operación.

#### Divisas

Las operaciones de compraventa de divisas al contado se contabilizan en su fecha de liquidación, y afectan a la posición en moneda extranjera desde esa fecha. Las pérdidas y ganancias derivadas de las operaciones de venta de divisas al contado se consideran, igualmente, realizadas desde su fecha de liquidación. Por su parte, las operaciones de compraventa de divisas a plazo se contabilizan en cuentas fuera de balance en la fecha de contado de la operación, afectando a la posición en divisas y considerándose el resultado de la operación realizado en dicha fecha. En caso de que entre la fecha de contratación y la fecha de contado medie un fin de ejercicio, las operaciones se contabilizarán en la fecha de contratación.

Las compras se contabilizan por su precio de adquisición en euros. Las compras y las ventas de divisas contra euros se valoran al tipo de cambio concertado en la operación, mientras que, en las operaciones de compraventa de divisas contra divisas, la valoración en euros se efectúa al tipo de cambio medio de mercado de la divisa vendida en la fecha de contratación de la operación. Las operaciones en una divisa que no supongan modificación de la posición global de aquella no afectan al valor contable de dicha posición.

El coste en euros de las divisas vendidas se calcula por el método LIFO diario.

Los intereses devengados en moneda extranjera se contabilizan diariamente, empleándose, generalmente, el tipo de cambio medio de mercado del día. En caso de no poder disponer del tipo del día, se aplica el último tipo de cambio medio de mercado disponible. Las cuentas de periodificación que recogen los intereses devengados en divisas a cobrar o pagar forman parte de la posición en divisas.

Las divisas son objeto de regularización mensual, valorándose a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes monedas. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías a fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y a cuentas de pérdidas.

Las minusvalías existentes a fin de año se registran en la cuenta de resultados del ejercicio, afectando, en ese caso, al coste medio de la divisa de que se trate. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores.

#### Billetes extranjeros

Se aplican los mismos criterios establecidos en el apartado anterior para las divisas.

#### Derechos especiales de giro

Los derechos especiales de giro y la posición neta en el Fondo Monetario Internacional se valoran al cambio de mercado de los derechos especiales de giro al cierre del ejercicio, con los mismos criterios que el resto de las divisas.

#### Valores

El Banco de España mantiene tres carteras de valores diferenciadas: una cartera de valores de negociación, una cartera de valores a vencimiento y una cartera de política monetaria (creada de acuerdo con las decisiones del Consejo de Gobierno del BCE de 7 de mayo y de 4 de junio de 2009, de 9 de mayo de 2010 y de 6 de octubre de 2011).

En los tres casos, los valores se contabilizan inicialmente por su precio de adquisición, determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.

El coste de las ventas o amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate. No se permite la realización de ventas de los valores pertenecientes a la cartera a vencimiento, excepto en circunstancias excepcionales y debidamente autorizadas<sup>3</sup>.

Los valores de la cartera de negociación son objeto de regularización mensual, valorándose a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes códigos-valor. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías a fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y a cuentas de pérdidas. Las minusvalías existentes a fin de año se registran en la cuenta de resultados del ejercicio, abonándose su importe directamente en la cuenta de valores y modificándose el precio medio contable del código-valor afectado y, por tanto, su tasa interna de rendimiento. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores. Para la regularización de fin de ejercicio se utilizaron los precios de mercado referidos al último día del año.

Sobre los valores de la cartera a vencimiento y de la cartera de política monetaria, constituida igualmente por valores adquiridos a vencimiento, no se efectúa ningún proceso periódico de valoración, exceptuando el reconocimiento, en su caso, de la pérdida de valor por deterioro del activo.

Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos son objeto de la periodificación correspondiente, empleándose para su cálculo la tasa interna de rendimiento para cada código-valor dentro de cada cartera. Estas periodificaciones se realizan diariamente.

Las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado, en el caso de valores en divisas, se entenderán referidas a la divisa correspondiente, por lo que se traspasarán estos importes a euros, según se establece en el apartado «Divisas».

#### Operaciones temporales con valores

Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no son revalorizados ni pasan a formar parte de la cartera.

Las cesiones temporales de valores se registran en el pasivo del balance como depósitos recibidos con garantía de valores, sirviendo de contrapartida el efectivo recibido. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del Banco de España y son tratados como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en divisas.

En los préstamos directos de valores, la adquisición y la cesión temporal efectuadas de forma simultánea se contabilizarán independientemente, registrándose cada una de ellas de acuerdo con las normas de valoración expuestas en los dos párrafos anteriores.

Los préstamos automáticos de valores (contratos que facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato) no son objeto de registro en el balance, contabilizándose

<sup>3</sup> Los valores clasificados como mantenidos hasta su vencimiento podrán venderse antes de este en cualquiera de las circunstancias siguientes: a) si la cantidad objeto de venta no se considera significativa en comparación con el volumen total de la cartera de valores mantenidos hasta su vencimiento; b) si la venta de los valores se produce en el mes de la fecha de vencimiento, y c) en circunstancias excepcionales, tales como un deterioro significativo de la solvencia del emisor, o tras una decisión expresa de política monetaria del Consejo de Gobierno.

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	<p>Se valoran por su nominal.</p> <p>En relación con las operaciones de política monetaria realizadas por los bancos centrales del Eurosistema, el BCE establece las condiciones en que deberán efectuarse dichas operaciones, así como la necesidad de obtener garantías adecuadas sobre ellas. Asimismo, el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC y del BCE establece que el Consejo de Gobierno podrá decidir que los bancos centrales nacionales sean indemnizados, en circunstancias excepcionales, por las pérdidas específicas derivadas de las operaciones de política monetaria del Eurosistema, y que dicha indemnización adoptará la forma que considere adecuada el Consejo de Gobierno, pudiendo compensarse dichos importes con los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales (véanse nota 27 del balance y nota 8 de la cuenta de resultados).</p>
Créditos al Estado	De acuerdo con lo establecido en la Orientación del Banco Central Europeo de 11 de noviembre de 2010, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2010/20), se valoran por su nominal (véanse notas 8 y 27 del balance y nota 5 de la cuenta de resultados).
Acciones y participaciones	<p>Las acciones del Banco de Pagos Internacionales y la participación en el Banco Central Europeo se valoran por su precio de adquisición.</p> <p>La participación en la sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA, se valora por su valor teórico-contable. Las plusvalías o minusvalías se calcularán como la diferencia —positiva o negativa, respectivamente— entre el valor teórico contable de las acciones y su valor contable en el Banco de España. Las plusvalías se adeudarán a una cuenta de ajuste que, sumada a la cuenta representativa de la inversión, mostrará el mencionado valor teórico de acuerdo con el balance de la sociedad participada, y se abonarán a una cuenta de revalorización. Por su parte, las minusvalías, que se considerarán irre recuperables hasta la venta de las acciones, minorarán directamente el valor de la inversión, adeudándose a resultados.</p>
Activos fijos materiales e inmateriales	<p>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.</p> <p>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.</p> <p>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</p>

en la cuenta de resultados dentro de otros ingresos, o como un menor gasto, en su caso, sin afectar al precio de adquisición del bien adquirido.

No se consideran inmovilizado aquellos activos que, aunque cumplan las condiciones para ser considerados como tales, no superen, en general, el importe de 600 euros (6.000 euros en el caso de edificios, construcciones e instalaciones), aunque pueden existir excepciones, justificadas normalmente por motivos de control.

Solo se activan las ampliaciones, sustituciones, renovaciones y mejoras del inmovilizado que superen el límite de 6.000 euros y cuando, además, sea posible registrar la baja contable de las partes sustituidas, o cuando dichas partes se encuentren totalmente amortizadas.

Las aplicaciones informáticas desarrolladas específicamente para el Banco de España cuyo coste no supere la cantidad de 300.000 euros serán contabilizadas directamente como gastos, sin que proceda realizarse su activación posterior.

Las aplicaciones informáticas desarrolladas para el conjunto del Eurosistema se darán de alta como inmovilizado por el correspondiente precio de adquisición, que se calculará, normalmente, en función de la clave de participación del Banco de España en el capital del BCE, aplicada al coste de adquisición total del proyecto.

Después de su reconocimiento inicial, el inmovilizado se valora al precio de adquisición minorado por la amortización acumulada y por las eventuales pérdidas por deterioro.

El coste de adquisición de un inmovilizado, neto de su valor residual, se amortiza sistemáticamente durante su vida útil, de forma lineal, con carácter mensual y comenzando a partir del mes siguiente al de su fecha de contabilización. Con carácter general, se estima un valor residual nulo para todos los elementos amortizables del inmovilizado, salvo cuando exista un mercado profundo y líquido para activos similares del que se pueda derivar el valor residual. Los terrenos, patrimonio histórico-artístico e inmovilizado en curso no se amortizan.

Los coeficientes de amortización y la vida útil estimada para los distintos elementos del inmovilizado aplicados en 2012 han sido los siguientes:

	Coeficiente de amortización (%)	Vida útil (años)
Edificios y construcciones	2	50
Obras de remodelación	4	25
Instalaciones	10	10
Instalaciones de seguridad	20	5
Mobiliario y enseres	10	10
Máquinas para el tratamiento de billetes y monedas	10	10
Otras máquinas de oficina	20	5
Equipos para procesos de información	25	4
Elementos de transporte. Coches y motos	25	4
Elementos de transporte. Camiones y autocares	10	10
Fondo bibliográfico	10	10
Otro inmovilizado material	20	5
Aplicaciones informáticas	20	5
Propiedad industrial	—	Número de años de uso exclusivo

Existe deterioro en un activo cuando su valor en libros supera al valor recuperable, en cuyo caso, y solo si se trata de importes relevantes, se reconoce una pérdida por deterioro, reduciéndose de forma simultánea el valor en libros del elemento y modificándose su base amortizable.

El BCE y los BCN que, junto con él, forman el Eurosistema emiten billetes en euros desde el 1 de enero de 2002<sup>4</sup>. 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<sup>5</sup>.

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<sup>6</sup>, 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<sup>7</sup> y el importe medio de billetes que les habrían sido asignados durante ese período según su clave en el capital del BCE. Los ajustes se fueron reduciendo anualmente hasta el final de 2007. No obstante, este mecanismo también se ha aplicado en el caso de nuevos Estados miembros que han adoptado el euro, de forma que se calcula el importe del ajuste que le corresponde a cada uno de ellos según el método de cálculo mencionado, distribuyendo este ajuste entre el resto de bancos centrales nacionales de acuerdo con sus respectivas claves. Este ajuste se reduce de forma paulatina durante un período de seis años, manteniéndose inalterado durante cada ejercicio.

Los ingresos y los gastos por intereses sobre los saldos intra-Eurosistema relacionados con la asignación de billetes se liquidan con el BCE y se muestran dentro de la rúbrica de la cuenta de resultados «Ingresos netos por intereses».

Los ingresos del BCE por los billetes en euros en circulación que tiene asignados y por los valores adquiridos conforme al programa para los mercados de valores se asignan a los BCN

4 Decisión del Banco Central Europeo de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes en euros (BCE/2010/29).

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 distribución de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de Estados participantes (BCE/2010/23).

7 Se considera un período de 24 meses, comenzando 30 meses antes de la fecha de introducción del efectivo en euros.

íntegramente en el mismo ejercicio en que se devengan<sup>8</sup>. 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 la mencionada cartera y de los billetes en euros en circulación, en la medida necesaria para garantizar que el importe de los ingresos distribuidos no sobrepase el beneficio neto del BCE en ese ejercicio. El Consejo de Gobierno del BCE puede decidir también que dichos ingresos se transfieran, en todo o en parte, a una provisión del BCE para la cobertura de riesgos de tipo de cambio e interés, riesgo de crédito y riesgo de fluctuación de la cotización del oro. El importe distribuido entre los bancos centrales nacionales se muestra dentro de la rúbrica de la cuenta de resultados «Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones» en el año en que estos ingresos se han devengado.

#### Cuentas intra-Eurosistema

La participación del Banco de España en el capital del BCE, la contrapartida de las reservas transferidas a este y el saldo neto resultante de las transferencias emitidas y recibidas por TARGET2<sup>9</sup> 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

<sup>8</sup> Decisión del Banco Central Europeo de 19 de diciembre de 2012 (BCE/2012/33), que modifica a la Decisión del Banco Central Europeo de 25 de noviembre de 2010 (BCE/2010/24), sobre la distribución provisional de los ingresos del Banco Central Europeo procedentes de los billetes en euros en circulación y de los valores adquiridos conforme al programa para mercados de valores.

<sup>9</sup> Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

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<sup>10</sup>.

#### Provisiones

Dentro del pasivo del balance, y en aplicación del principio de prudencia, se constituyen aquellas provisiones aprobadas por la Comisión Ejecutiva del Banco de España que se estiman necesarias para cubrir adecuadamente, de acuerdo con criterios objetivos, los riesgos derivados de las posiciones patrimoniales mantenidas, así como otros quebrantos y pérdidas de diversa naturaleza (véase nota 27 del balance)

#### Posiciones registradas fuera de balance<sup>11</sup>

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.

Con carácter general, las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones contabilizadas fuera de balance son registradas y tratadas de forma similar a las pérdidas y ganancias de activos y pasivos del balance. En concreto, y en aplicación del criterio económico, las pérdidas y ganancias derivadas de las posiciones mantenidas en futuros de tipos de interés se consideran realizadas en el momento en que se produce la liquidación diaria por diferencia. Al tratarse de futuros denominados en moneda extranjera, las citadas liquidaciones afectarán a la posición en divisas en el día en que se produzcan.

#### 3 ASPECTOS RELEVANTES DE LAS ESTIMACIONES REALIZADAS

En la elaboración de las presentes cuentas anuales se han utilizado estimaciones realizadas por el Banco para cuantificar algunos de los activos, pasivos, ingresos, gastos y compromisos, y en especial en la cuantificación de las provisiones (véase nota 27 del balance). Por lo que se refiere a las operaciones de política monetaria, al realizarse de forma conjunta en el Eurosistema, también se han considerado las estimaciones realizadas por el Eurosistema [véanse notas 6 y 7.a) del balance].

Estas estimaciones se han realizado sobre la base de la mejor información disponible a cierre del ejercicio 2012, y pudiera ser que acontecimientos que, en su caso, tengan lugar en el futuro obliguen a modificarlas en los próximos ejercicios, lo que se realizaría de forma prospectiva, de acuerdo con la normativa contable vigente.

<sup>10</sup> Las contribuciones que realiza el Banco de España están establecidas en el 7,5% del denominado «sueldo regulador», compuesto por los conceptos salariales fijados en el Reglamento del Plan, si bien durante 2012 y en aplicación desde el mes de julio del artículo 22 de la Ley 2/2012, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 2012, no se han realizado dichas aportaciones.

<sup>11</sup> 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.



4 ACONTECIMIENTOS  
POSTERIORES AL CIERRE  
DEL BALANCE

El activo, el pasivo y la cuenta de resultados se ajustan en función de los hechos que se produzcan entre el final del ejercicio y la fecha de formulación de las cuentas anuales, en caso de que tales hechos afecten de manera relevante a la situación patrimonial del Banco de España a fin de año. Los hechos producidos después del cierre del ejercicio que no afecten a los activos y pasivos en dicha fecha no determinan ajustes a aquellos, aunque, si son de importancia, se ponen de manifiesto en las notas de la memoria explicativa.

3.2 Notas explicativas  
al balance

1 ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro a cierre del ejercicio se elevan a 11.418,40 millones de euros, equivalentes a 9,054 millones de onzas troy<sup>12</sup> de oro fino, valoradas a un precio de mercado de 1.261,179 euros por onza. Estas tenencias no han variado durante el ejercicio. Su valor es superior en 401,22 millones de euros al de 2011, como consecuencia del aumento del precio de mercado (al cierre de 2011 la onza cotizaba a 1.216,864 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 de aquella, bien por la financiación neta otorgada al FMI. La cuota de España en el FMI es de 4.023,40 millones de DEG.
- b) Los derechos especiales de giro (por asignaciones). Representan el contravalor en euros de las sucesivas asignaciones de dicha divisa realizadas por parte del FMI. Las variaciones sobre las asignaciones se deben, esencialmente, a operaciones de acuerdos de préstamos a terceros países, 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<sup>13</sup>) y los acuerdos de préstamo bilateral firmados entre el FMI y el Reino de España, estos últimos actualmente integrados dentro de los nuevos acuerdos de préstamos (NAB)<sup>14</sup>. Por los PRGT, el Banco de España mantiene un compromiso de contribución a través de préstamos a bajo interés para los países más pobres hasta de 830 millones de DEG, ascendiendo el importe dispuesto a fin de 2012 a 364,53 millones de euros (312,72 millones de DEG). Los acuerdos NAB se firmaron como apoyo a la capacidad del FMI para suministrar asistencia financiera a sus miembros. El compromiso de aportación es de 6.702,18 millones de DEG, habiendo dispuesto hasta final de 2012 de 935,12 millones de euros (802,20 millones de DEG), lo que significa un incremento de 105,98 millones de euros (103,05 millones de DEG) respecto al ejercicio anterior.

<sup>12</sup> Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

<sup>13</sup> *Poverty Reduction and Growth Trust*.

<sup>14</sup> *New Arrangements to Borrow*.

Su composición en ambos ejercicios es la siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2012	2011	Variación
Posición en el tramo de reservas	1.476,44	1.421,01	55,43
Derechos especiales de giro (por asignaciones)	3.131,73	3.161,64	-29,91
Otros activos frente al FMI	1.299,65	1.221,10	78,55
<b>TOTAL</b>	<b>5.907,82</b>	<b>5.803,75</b>	<b>104,07</b>

En conjunto, el valor de los activos frente al FMI aumentó en 104,07 millones de euros respecto a su saldo a final de 2011.

El aumento que se produce en la cuenta de la posición en el tramo de reservas por 55,43 millones de euros (69,12 millones de DEG) es debido al efecto conjunto de una serie de factores:

- Aumento de 119,38 millones de euros (101,70 millones de DEG) por las aportaciones netas efectuadas por el Banco de España al FMI correspondientes a préstamos concedidos a terceros países (Portugal, Irlanda).
- Disminución de 65,87 millones de euros (55,92 millones de DEG) por las devoluciones de préstamos de otros países (Lituania).
- Aumento de 28,40 millones de euros (21,60 millones de DEG) contrapartida de movimientos de la cuenta n.º 1 realizados por el FMI.
- Aumento de 2,11 millones de euros (1,74 millones de DEG) por otras operaciones.
- Disminución de 26,60 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) tiene una disminución de 29,91 millones de euros (22,34 millones de DEG), explicada por el efecto conjunto del incremento registrado en divisas (26,51 millones de euros) a causa de las amortizaciones parciales de préstamos y de los intereses generados por las cuentas del FMI y por el efecto de los tipos de cambio de mercado a fin de ejercicio, que ha supuesto una disminución de 56,42 millones de euros.

La cuenta de otros activos frente al FMI ha experimentado un incremento de 78,55 millones de euros (85,92 millones de DEG). Esta cuenta recoge los préstamos concedidos bajo los acuerdos NAB y bajo el programa PRGT. En cuanto a los primeros, se ha producido un incremento de las aportaciones netas (nuevos préstamos a Grecia, Irlanda y Sri Lanka menos las amortizaciones parciales de Grecia) por 105,98 millones de euros (103,50 millones de DEG). Los PRGT han disminuido debido a las amortizaciones parciales de préstamos por 27,42 millones de euros (17,58 millones de DEG). La variación de 78,55 millones de euros procede del efecto conjunto de dos factores: el incremento de divisas por la disposición de préstamos NAB superior a la disminución de los préstamos PRGT, que supone 101,97 millones de euros (85,92 millones de DEG), y el efecto de la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado, que supone una disminución de 23,41 millones de euros.

Los DEG aparecen valorados al tipo de mercado de fin de año, calculado por el BCE para todos los BCN del Eurosistema, de 1 € = 0,857854 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 0,11 %, con un máximo del 0,15 % y un mínimo del 0,03 % durante el ejercicio.

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 2012 se eleva a 20.685,34 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2012	2011	Variación
Depósitos	132,07	102,07	30,00
Valores	20.549,07	19.111,20	1.437,87
Cartera de negociación	14.523,61	11.364,02	3.159,59
Cartera a vencimiento	6.025,46	7.747,17	-1.721,72
Otros	4,19	2,83	1,36
<b>TOTAL</b>	<b>20.685,34</b>	<b>19.216,10</b>	<b>1.469,23</b>

A 31 de diciembre de 2012, el 89,95 % de estos activos estaba denominado en dólares USA y el 10,02 % 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 € = 1,3194 \$ USA y 1 € = 113,61 yenes).

El aumento del saldo de este epígrafe (1.469,23 millones de euros) se debió al efecto neto de las causas que se mencionan en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Causas de la variación	Importe
Por variación de la inversión neta	2.204,33
Por la variación de los tipos de cambio de mercado a 31 de diciembre	-644,17
Por la variación del precio de mercado de los valores a 31 de diciembre	6,02
Por la variación de los intereses a cobrar no vencidos	-96,87
Otras causas	-0,07
<b>TOTAL</b>	<b>1.469,23</b>

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 2012 se mantenían depósitos a plazo en dólares USA en instituciones financieras por un contravalor de 2.273,76 millones de euros (3.000 millones de dólares USA). El saldo a fin de año recoge, asimismo, el activo surgido de las compras temporales con compromiso de reventa realizadas con las entidades de crédito del Eurosistema, por 303,17 millones de euros (400 millones de dólares USA) en relación con el programa para proporcionar liquidez a corto plazo en dólares USA. Bajo este programa, la Reserva Federal proporcionó dólares al BCE, mediante un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*) con el objetivo de ofrecer dólares USA a corto plazo a las entidades de crédito del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE reali-

zó *swaps* con los BCN del Eurosistema, que utilizaron esos fondos para hacer frente a las necesidades de liquidez en dólares de las entidades del Eurosistema en forma de *repos*, recibiendo de las entidades valores en garantía denominados en euros. Estos *swaps* entre el BCE y los BCN del Eurosistema originan unos saldos intra-Eurosistema registrados en el epígrafe «Otros activos intra-Eurosistema (neto) / Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)».

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	2012	2011	Variación
Depósitos	0,11	0,19	-0,08
Valores	812,69	844,12	-31,42
Cartera de negociación	—	—	—
Cartera a vencimiento	812,69	844,12	-31,42
<b>TOTAL</b>	<b>812,81</b>	<b>844,31</b>	<b>-31,50</b>

Del importe de este epígrafe (812,81 millones de euros), la mayor parte corresponde a valores de renta fija incluidos en la cartera a vencimiento (812,69 millones), que experimentaron una disminución de 31,42 millones respecto a su saldo a 31 de diciembre de 2011. Esta cartera está formada por valores en euros emitidos por organismos internacionales (Banco Europeo de Inversiones y Banco de Pagos Internacionales) y por Estados de fuera de la zona del euro. La cartera de negociación, al igual que en 2011, 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 1.126.019 millones, de los cuales 361.086,88 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 27, Provisiones). Las pérdidas solamente pueden materializarse cuando falla la contrapartida y los fondos recibidos de la resolución de la garantía recibida de la entidad no son suficientes. Hay que señalar que el Consejo de Gobierno del BCE ha excluido del riesgo compartido, en ciertos casos, una parte del colateral aceptado por los bancos centrales<sup>15</sup>.

<sup>15</sup> 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 482.500,73 millones. De ellos, 8.408,24 millones corresponden a colateral excluido del riesgo compartido.

Su detalle, por tipo de operación, se refleja en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de operación	2012	2011	Variación
Operaciones principales de financiación	45.735,00	11.422,10	34.312,90
Operaciones de financiación a más largo plazo	315.351,79	156.677,80	158.674,00
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Operaciones temporales estructurales	—	—	—
Facilidad marginal de crédito	—	—	—
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0,09	96,55	-96,46
<b>TOTAL</b>	<b>361.086,88</b>	<b>168.196,45</b>	<b>192.890,43</b>

Durante todo el año 2012, y en el contexto de las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro, el BCE ha continuado con su política de realización de operaciones de inyección de liquidez con diferentes vencimientos, con objeto de satisfacer las demandas adicionales de liquidez de las entidades de contrapartida.

El saldo conjunto de esta rúbrica a 31 de diciembre de 2012 es mayor en un 114,7 % que el de 2011. Por otra parte, el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año aumentó en un 364,9 % (330.404,71 millones en 2012, frente a 71.064,16 millones en 2011).

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 ya en años anteriores, su uso ha sido menor que el de las operaciones de financiación a más largo plazo. En este sentido, cabe señalar que el 10,8 % de la financiación media anual se otorgó a través de ellas. En 2012, todas se han realizado a tipo fijo, con adjudicación plena del importe solicitado.

El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2012 era de 45.735,00 millones de euros (11.422,10 millones a 31 de diciembre de 2011), siendo su saldo medio diario durante el ejercicio de 35.640,50 millones (26.662,79 millones en 2011).

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 2012 se han realizado operaciones con plazos de vencimiento iguales a la duración de los períodos de mantenimiento de las reservas mínimas, a tres y a treinta y seis meses. Estas operaciones se han realizado a tipo fijo, con adjudicación plena del importe solicitado.

El saldo que presentaban estas operaciones a fin de 2012 ascendía a 315.351,79 millones de euros (87,3 % del total), habiendo aumentado en relación con el año anterior en 158.674,00 millones de euros. También su saldo medio ha aumentado (ha pasado de 44.141,74 millones en 2011 a 294.562,87 millones en 2012), representando el 89,2 % de la financiación global del ejercicio. La mayor parte del incremento del saldo de este epígrafe tuvo lugar en el mes de marzo, debido a la operación de financiación a 36 meses en la que se concedieron préstamos por importe de 175.413,80 millones.

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 2012 tuvo lugar una operación temporal de ajuste de inyección de liquidez en el Euro-sistema, obteniendo en ella financiación las entidades de crédito españolas por importe de 48.155,00 millones a un día. 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 2012, su saldo era cero, habiéndose producido en este ejercicio un número reducido de estas operaciones, al igual que en 2011.

f Préstamos relacionados  
con el ajuste de los márgenes  
de garantía

De acuerdo con las normas del Eurosistema para la gestión de la política monetaria, todas las operaciones mediante las que se otorga liquidez al sistema bancario deben estar garantizadas con activos de reconocida solvencia aceptados por el sistema para servir de colateral. Si, después de la valoración diaria, el valor de mercado de los activos recibidos para garantizar la devolución de los préstamos disminuye por debajo del umbral mínimo o de reposición establecido para cada valor, la entidad de contrapartida afectada deberá reponer activos adicionales o efectivo en depósitos constituidos a tal efecto (véase la nota 16 del balance) y, si el valor de mercado de los activos de garantía, tras su revaluación, supera el importe de la financiación obtenida del banco central nacional más el margen de variación de la garantía, la entidad de contrapartida podrá retirar activos de garantía por un importe equivalente a dicho exceso (o recibir un abono en efectivo en su cuenta por el importe de esta diferencia).

En aquellos bancos centrales nacionales que realizan el ajuste de los márgenes de garantía mediante cargos y abonos en las cuentas de las entidades de crédito, como es el caso del Banco de España, dichos apuntes contables son contrapartida de las cuentas de activo o pasivo que recogen la variación de dichos márgenes. Estas cuentas de balance se remuneran al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación.

A 31 de diciembre de 2012 presentaba un saldo de 0,09 millones de euros, con una disminución de 96,46 millones en relación con el año anterior. No obstante, su saldo medio ha aumentado, pasando de 56,19 millones en 2011 a 69,17 millones en 2012.

7 VALORES EMITIDOS EN  
EUROS POR RESIDENTES  
EN LA ZONA DEL EURO

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<sup>16</sup>, y con el programa para los mercados de valores<sup>17</sup>. Estos valores han sido clasificados como man

<sup>16</sup> Decisión del Banco Central Europeo de 2 de julio de 2009, sobre puesta en marcha del programa de adquisiciones de bonos garantizados (BCE/2009/16), y Decisión del Banco Central Europeo de 3 de noviembre de 2011, sobre puesta en marcha del segundo programa de adquisición de bonos garantizados (BCE/2011/17).

<sup>17</sup> Decisión del Banco Central Europeo de 14 de mayo de 2010, estableciendo el programa para los mercados de valores (BCE/2010/5).

a Valores mantenidos con fines de política monetaria

tenidos hasta su vencimiento (véase «Valores» en el apartado «3.1 Normativa contable») y están sujetos anualmente a un test de deterioro. El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2012 es de 32.989,53 millones. Su detalle puede observarse en el siguiente cuadro:

En millones de euros

Valores mantenidos con fines de política monetaria	2012	2011	Variación
Programa de adquisición de bonos garantizados	6.220,63	6.337,86	-117,24
Segundo programa de adquisición de bonos garantizados	2.299,99	266,01	2.033,97
Programa para los mercados de valores	24.468,91	24.476,23	-7,32
<b>TOTAL</b>	<b>32.989,53</b>	<b>31.080,11</b>	<b>1.909,42</b>

Las compras de valores realizadas en el marco del primer programa de adquisiciones de bonos garantizados se completaron en junio de 2010. La disminución del saldo de esta cartera es debida a la amortización de valores y de las primas y descuentos relacionados con estos y que han tenido lugar a lo largo del año 2012.

El 6 de octubre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE anunció un segundo programa de adquisición de bonos garantizados. Bajo este programa, el BCE y los bancos centrales del Eurosistema iniciaron, en noviembre de 2011, la compra de bonos garantizados denominados en euros y emitidos por residentes en la zona del euro, con objeto de mejorar las condiciones de financiación de las entidades de crédito y las empresas, así como alentar a las entidades a mantener e incrementar los préstamos a sus clientes. El incremento neto de este epígrafe en el año 2012 se ha debido a las compras realizadas. Estas adquisiciones se han completado a finales de octubre de 2012, habiendo finalizado el programa en ese momento.

Bajo el programa para los mercados de valores, establecido en mayo de 2010, los bancos centrales del Eurosistema pueden 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 es abordar el mal funcionamiento de los mercados de valores y restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria. La disminución neta de este epígrafe en el año 2012 se ha debido a las amortizaciones de valores y de las primas y descuentos relacionados con estos y que han tenido lugar a lo largo del año. El Consejo de Gobierno del BCE decidió el 6 de septiembre de 2012 dar por concluido dicho programa, manteniéndose los valores incluidos en esta cartera hasta su vencimiento.

El Consejo de Gobierno evalúa periódicamente los riesgos financieros asociados a los valores mantenidos en virtud del programa para los mercados de valores y los dos programas de adquisición de bonos garantizados.

El importe total de los valores adquiridos en el conjunto de los BCN del Eurosistema, de acuerdo con el mencionado programa para los mercados de valores, asciende a 192.608 millones de euros, de los cuales 24.468,91 millones figuran en el balance del Banco de España. De acuerdo con el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC/BCE, en caso de materializarse cualquier riesgo en los valores incluidos en esta cartera, estos serán compartidos por todos los bancos centrales del Eurosistema en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, según sus claves vigentes.

Parte de las tenencias del Banco de España bajo el programa para los mercados de valores son bonos emitidos por la República Helénica. En febrero de 2012 los bancos centrales del Eurosistema cambiaron sus tenencias de bonos soberanos griegos por nuevos valores emitidos por la República Helénica. Los valores recibidos tienen las mismas características financieras que los entregados. Los nuevos valores no fueron incluidos en la lista de los que fueron reestructurados en el contexto de la iniciativa de participación del sector privado.

Como resultado del test de deterioro realizado a finales de 2012, el Consejo de Gobierno del BCE identificó dos indicadores de deterioro relacionados con las tenencias de bonos griegos. El primero fue la reestructuración, en marzo de ese año, de parte de los valores emitidos por la República Helénica en el contexto de la iniciativa de participación del sector privado, y el segundo, la operación de recompra de deuda llevada a cabo por el Gobierno griego en diciembre de 2012. El Consejo de Gobierno del BCE consideró que estos dos hechos no suponían un deterioro de los valores adquiridos bajo el programa para los mercados de valores, y que de acuerdo con la información disponible a 31 de diciembre de 2012 no había evidencia de cambios en los flujos de caja futuros estimados. Por tanto, no se han registrado pérdidas por deterioro en las tenencias de bonos griegos adquiridos bajo el programa para los mercados de valores ni en ninguno de los otros valores adquiridos bajo dicho programa.

En relación con el test de deterioro realizado a los valores adquiridos bajo los programas de adquisiciones de bonos garantizados, se ha considerado que, aunque algunos de los emisores de esos valores han estado sujetos a reestructuraciones durante el año 2012, esto no ha afectado a los flujos de caja esperados y, por tanto, no se han registrado pérdidas por deterioro.

b Otros valores

Recoge el importe de aquella parte de las carteras de negociación y a vencimiento del Banco que está constituida por valores de renta fija denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro que no se mantienen con fines de política monetaria. La cartera a vencimiento está formada por valores de renta fija que el Banco de España tiene intención de mantener hasta su amortización. El detalle de esta rúbrica puede observarse en el siguiente cuadro:

En millones de euros

Valores	2012	2011	Variación
Cartera de negociación	36.408,59	40.160,88	-3.752,29
Cartera a vencimiento	27.532,44	35.144,65	-7.612,22
<b>TOTAL</b>	<b>63.941,03</b>	<b>75.305,53</b>	<b>-11.364,50</b>

El saldo de esta rúbrica a 31 de diciembre de 2012 es de 63.941,03 millones de euros, de los que el 56,9% corresponde a valores de la cartera de negociación, y el resto (el 43,1%), a valores de la cartera a vencimiento, sobre la que no existe evidencia de deterioro a fin de ejercicio.

El conjunto de estos valores experimentó una disminución de 11.364,50 millones de euros en 2012. En concreto, los valores de la cartera a vencimiento experimentaron una reducción de 7.612,22 millones de euros y los valores de la cartera de negociación disminuyeron en 3.752,29 millones de euros.

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	-4.769,96	-7.618,33	-12.388,29
Plusvalías latentes a fin de año (a)	798,91	—	798,91
Minusvalías a fin de año (a)	-0,02	—	-0,02
Intereses implícitos devengados	218,78	6,11	224,89
<b>TOTAL</b>	<b>-3.752,29</b>	<b>-7.612,22</b>	<b>-11.364,50</b>

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.

Parte de las tenencias del Banco de España en estas carteras son bonos emitidos por la República Helénica. En febrero de 2012 los bancos centrales del Eurosistema cambiaron sus tenencias de bonos soberanos griegos por nuevos valores emitidos por la República Helénica. Los valores recibidos tienen las mismas características financieras que los entregados. Los nuevos valores no fueron incluidos en la lista de los que fueron reestructurados en el contexto de la iniciativa de participación del sector privado, por lo que no se han producido pérdidas por deterioro.

#### 8 CRÉDITOS EN EUROS A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Este epígrafe recoge los créditos que, en virtud de lo establecido por sus respectivas leyes de creación, fueron otorgados al Estado con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994. Inicialmente estaba prevista su amortización por su valor nominal, en un plazo de veinticinco años, mediante amortización lineal anual a partir del año 1999, inclusive, según se estableció en la disposición transitoria séptima de la mencionada ley. No obstante, el 26 de marzo de 2007 se firmó un acuerdo con la Administración General del Estado por el que se decidió acelerar el calendario de amortización de estos créditos, de forma que queden vencidos en su totalidad, a más tardar, en el año 2015, pudiendo el Tesoro solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de aquellos. Los créditos amortizados anticipadamente son abonados por el Tesoro por el efectivo correspondiente a su valor de mercado en ese momento. Se ha constituido una provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de estos créditos (véase nota 27 del balance).

A tenor de dicho acuerdo, en 2012 se cobraron dos cuotas del crédito de la Ley 3/1983 (la correspondiente al año en curso más la última viva del calendario de amortización original) y las cuotas de los otros dos créditos correspondientes al año en curso.

El saldo nominal vivo a 31 de diciembre de 2012 de los créditos otorgados al Estado asciende a 2.915,05 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros

	2012	2011	Variación
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	585,75	781,01	-195,25
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	2.084,39	2.431,79	-347,40
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	244,90	285,72	-40,82
<b>TOTAL</b>	<b>2.915,05</b>	<b>3.498,51</b>	<b>-583,47</b>

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	2012	2011	Variación
Participación en el capital del BCE	1.078,50	940,10	138,40
Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE	4.783,65	4.783,65	—
Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema	34.216,14	26.453,93	7.762,21
<b>TOTAL</b>	<b>40.078,29</b>	<b>32.177,68</b>	<b>7.900,61</b>

#### 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 nacional 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. Desde el 1 de enero de 2009, la clave de participación del Banco de España es del 8,3040 %.

En el año 2010 el BCE decidió ampliar el capital suscrito en 5.000 millones de euros, pasando de 5.760.652.402,58 euros a 10.760.652.402,58 euros, con efectos a partir del 29 de diciembre de 2010, acordándose que los BCN de la zona del euro debían desembolsar el importe adicional de su participación en el capital en tres plazos anuales iguales<sup>18</sup>. El primero de estos pagos tuvo lugar el 29 de diciembre de 2010, el segundo el 28 de diciembre de 2011, y el tercero el 27 de diciembre de 2012. Con este último pago, el capital desembolsado por el Banco de España ha alcanzado los 893,56 millones y coincide con el capital suscrito equivalente al 8,3040 % del capital del BCE.

Como resultado de dicha ampliación, el capital suscrito y el capital desembolsado de los bancos centrales nacionales son los siguientes:

<sup>18</sup> Decisión del Banco Central Europeo de 13 de diciembre de 2010, sobre la ampliación del capital del Banco Central Europeo (BCE/2010/26), y Decisión del Banco Central Europeo de 13 de diciembre de 2010, sobre el desembolso de la ampliación de capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

En euros

	Capital suscrito	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2011	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2012
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	261.010.384,68	220.583.718,02	261.010.384,68
Deutsche Bundesbank	2.037.777.027,43	1.722.155.360,77	2.037.777.027,43
Eesti Pank	19.261.567,80	16.278.234,47	19.261.567,80
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	119.518.566,24	101.006.899,58	119.518.566,24
Bank of Greece	211.436.059,06	178.687.725,72	211.436.059,06
Banco de España	893.564.575,51	755.164.575,51	893.564.575,51
Banque de France	1.530.293.899,48	1.293.273.899,48	1.530.293.899,48
Banca d'Italia	1.344.715.688,14	1.136.439.021,48	1.344.715.688,14
Central Bank of Cyprus	14.731.333,14	12.449.666,48	14.731.333,14
Banque centrale du Luxembourg	18.798.859,75	15.887.193,09	18.798.859,75
Central Bank of Malta	6.800.732,32	5.747.398,98	6.800.732,32
De Nederlandsche Bank	429.156.339,12	362.686.339,12	429.156.339,12
Oesterreichische Nationalbank	208.939.587,70	176.577.921,04	208.939.587,70
Banco de Portugal	188.354.459,65	159.181.126,31	188.354.459,65
Banka Slovenije	35.381.025,10	29.901.025,10	35.381.025,10
Národná banka Slovenska	74.614.363,76	63.057.697,10	74.614.363,76
Suomen Pankki – Finlands Bank	134.927.820,48	114.029.487,14	134.927.820,48
<b>Subtotal del grupo de BCN pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>7.529.282.289,35</b>	<b>6.363.107.289,36</b>	<b>7.529.282.289,35</b>
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	93.467.026,77	3.505.013,50	3.505.013,50
Česká národní banka	155.728.161,57	5.839.806,06	5.839.806,06
Danmarks Nationalbank	159.634.278,39	5.986.285,44	5.986.285,44
Latvijas Banka	30.527.970,87	1.144.798,91	1.144.798,91
Lietuvos bankas	45.797.336,63	1.717.400,12	1.717.400,12
Magyar Nemzeti Bank	149.099.599,69	5.591.234,99	5.591.234,99
Narodowy Bank Polski	526.776.977,72	19.754.136,66	19.754.136,66
Banca Națională a României	265.196.278,46	9.944.860,44	9.944.860,44
Sveriges Riksbank	242.997.052,56	9.112.389,47	9.112.389,47
Bank of England	1.562.145.430,59	58.580.453,65	58.580.453,65
<b>Subtotal del grupo de BCN no pertenecientes a la zona del euro</b>	<b>3.231.370.113,23</b>	<b>121.176.379,25</b>	<b>121.176.379,25</b>
<b>TOTAL (a)</b>	<b>10.760.652.402,58</b>	<b>6.484.283.668,61</b>	<b>7.650.458.668,60</b>

a Debido al redondeo, los subtotales y los totales pueden no coincidir con la suma de las cifras que figuran en el cuadro.

En este epígrafe también se incluye la cantidad pagada por la participación en el patrimonio neto del BCE. Su importe a 31 de diciembre de 2012, al igual que en 2011, asciende a 184,94 millones de euros, cantidad pagada en ejercicios anteriores por la participación del Banco de España en las reservas del BCE con motivo de aumentos de su clave de participación en el capital de dicha entidad. De esta forma, la inversión total del Banco de España en el capital del BCE asciende a 1.078,50 millones de euros.

b Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

Representan la deuda del BCE con el Banco de España por la transferencia a aquel de activos exteriores de reserva. La contrapartida de las reservas transferidas está denominada en euros y tiene un valor fijo desde el momento de su transferencia. Se remuneran al tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, reducido en un 15 % para reflejar una remuneración nula para el componente de oro, que en su momento supuso un 15 % del valor total de las reservas entregadas. Su saldo a fin de ejercicio es de 4.783,65 millones de euros, sin variación respecto al ejercicio anterior.

c Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema

Este epígrafe, cuyo saldo a fin de ejercicio asciende a 34.216,14 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 2011 (7.762,21 millones) se explica por la disminución de los billetes puestos en circulación por el Banco de España durante 2012 (-7,3 %), en contraposición al incremento registrado en el conjunto del Eurosistema (crecimiento del 2,7 %), lo que ha dado lugar al mencionado aumento en el saldo de estas cuentas<sup>19</sup>.

d Otros activos intra-Eurosistema (neto)

Al ser acreedor el saldo neto de las cuentas que forman este epígrafe, esta información se presenta en el pasivo del balance, de acuerdo con las normas del Eurosistema (véase nota 22 del balance).

10 OTROS ACTIVOS.  
INMOVILIZADO MATERIAL  
E INMATERIAL

El saldo de este epígrafe ascendía, al cierre del ejercicio, a 263,67 millones de euros, de los que 643,06 millones correspondían a su coste y 379,39 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

	2012	2011	Variación
Inmovilizado material	511,86	496,25	15,61
Terrenos y solares	5,35	5,35	—
Edificios, construcciones y obras de remodelación	109,96	107,34	2,63
Instalaciones	185,41	174,99	10,42
Mobiliario y enseres	38,09	37,64	0,46
Máquinas de oficina no informáticas	54,16	53,92	0,25
Equipos para procesos de información	60,97	58,97	2,00
Elementos de transporte	8,12	8,53	-0,42
Fondo bibliográfico	5,29	5,42	-0,12
Otro inmovilizado material	5,07	4,99	0,08
Patrimonio histórico-artístico	39,43	39,11	0,32
Inmovilizado inmaterial	83,43	72,25	11,19
Aplicaciones informáticas	83,38	72,19	11,19
Propiedad industrial	0,06	0,06	—
Inmovilizado en curso	47,77	51,37	-3,61
Edificios, instalaciones y otras construcciones	9,41	16,44	-7,03
Aplicaciones informáticas del Banco de España	13,05	15,21	-2,16
Aplicaciones informáticas del Eurosistema	24,43	19,29	5,14
Otro inmovilizado en curso	0,87	0,43	0,44
<b>TOTAL</b>	<b>643,06</b>	<b>619,86</b>	<b>23,19</b>

<sup>19</sup> El incremento en el conjunto del Eurosistema ha sido de 23.964 millones, correspondiendo al Banco de España 2.616,51 millones.

En millones de euros

Amortización acumulada	2012	2011	Variación
Inmovilizado material	-319,88	-299,88	-20,00
Edificios, construcciones y obras de remodelación	-38,96	-36,32	-2,64
Instalaciones	-143,01	-134,01	-9,00
Mobiliario y enseres	-28,95	-27,17	-1,78
Máquinas de oficina no informáticas	-44,36	-42,53	-1,83
Equipos para procesos de información	-49,97	-45,67	-4,30
Elementos de transporte	-7,29	-7,24	-0,05
Fondo bibliográfico	-3,13	-3,02	-0,11
Otro inmovilizado material	-4,22	-3,92	-0,30
Inmovilizado inmaterial	-59,50	-51,47	-8,03
Aplicaciones informáticas	-59,45	-51,41	-8,03
Propiedad industrial	-0,06	-0,06	—
<b>TOTAL</b>	<b>-379,39</b>	<b>-351,35</b>	<b>-28,03</b>

El incremento del inmovilizado durante el año 2012 se ha debido, fundamentalmente, al aumento de las inversiones en el desarrollo de determinadas aplicaciones informáticas, la adquisición y actualización de licencias de *software* y el desarrollo de diferentes proyectos para el Eurosisistema. También se ha debido a los trabajos relacionados con el plan de integración eléctrica del edificio de Cibeles y a la instalación de un sistema de climatización en el Centro de Cálculo del edificio de Alcalá, 522, y la reforma de las instalaciones de climatización de diversas sucursales, así como a la restauración y remodelación del patio de operaciones del edificio de Cibeles y de los espacios anexos. Con independencia de lo anterior, el inmovilizado neto de amortizaciones ha disminuido en relación con el ejercicio anterior en 4,39 millones.

11 OTROS ACTIVOS. OTROS  
ACTIVOS FINANCIEROS

En este epígrafe se incluyen inversiones financieras por importe de 45,70 millones, que corresponden fundamentalmente a la participación del Banco de España en el Banco de Pagos Internacionales y en la Sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA. La disminución de estos activos financieros en 1,06 millones de euros se debe fundamentalmente al menor valor teórico contable de la mencionada sociedad.

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 162,30 millones de euros, es el valor neto de las operaciones *swaps* y a plazo vivas a esa fecha, que se muestran a continuación:

Operación	Posición	2012			2011	
		Clase de moneda	Importe en divisas (millones)	Cambio de mercado	Contravalor en millones de euros	Contravalor en millones de euros
Swap	Deudora	EUR	304,95	1,0000	304,95	4.139,80
		USD	2.945,87	1,3194	2.232,73	—
	Acreedora	JPY	235.429,75	113,6100	2.072,26	—
		USD	400,00	1,3194	303,17	4.250,71
Plazo	Deudora	USD	0,88	1,3194	0,67	—
	Acreedora	JYP	70,25	113,6100	0,62	—
<b>POSICIÓN NETA</b>					<b>162,30</b>	<b>-110,92</b>

A fin de ejercicio, se encuentran pendientes de vencimiento operaciones *swaps* de euros contra dólares USA realizadas al amparo de los acuerdos de cooperación para la provisión de liquidez (línea *swap*) con la Reserva Federal, operaciones *swaps* de dólares contra yenes y operaciones de venta a plazo de yenes contra dólares USA pendientes de ejecución.

Con respecto a las operaciones excepcionales de inyección de liquidez instrumentadas a través de *swaps*, es preciso señalar que el Consejo de Gobierno del BCE decidió, el 4 de diciembre de 2012, de acuerdo con los bancos centrales implicados, prolongar los acuerdos de provisión de liquidez (línea *swap*) con la Reserva Federal hasta el 1 de febrero de 2014. Con anterioridad, dichos acuerdos se habían autorizado hasta el 1 de febrero de 2013.

13 OTROS ACTIVOS. CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 4.825,31 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

En millones de euros

	2012	2011	Variación
Intereses devengados en la adquisición de valores e intereses a cobrar no vencidos procedentes de valores	2.183,95	2.197,17	-13,22
Cartera de negociación	873,78	777,61	96,17
Denominados en moneda extranjera	54,59	51,96	2,64
Denominados en euros	819,19	725,66	93,53
Cartera a vencimiento	643,12	792,22	-149,10
Denominados en moneda extranjera	37,97	49,68	-11,71
Denominados en euros	605,16	742,54	-137,39
Cartera de política monetaria	667,04	627,34	39,71
Otros intereses a cobrar no vencidos	2.636,78	238,41	2.398,37
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	36,43	51,50	-15,08
De cuentas intra-Eurosistema por ajustes de billetes	59,99	87,11	-27,12
De operaciones de política monetaria	2.521,93	95,33	2.426,60
De operaciones excepcionales de inyección de liquidez	0,14	1,20	-1,06
De la posición en el FMI	1,54	3,21	-1,67
De operaciones <i>swaps</i>	1,58	—	1,58
De depósitos en moneda extranjera	15,11	—	15,11
Otros	0,06	0,06	—
Comisiones a cobrar no vencidas y gastos anticipados	4,58	4,12	0,47
<b>TOTAL</b>	<b>4.825,31</b>	<b>2.439,70</b>	<b>2.385,61</b>

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 un importante aumento (2.426,60 millones de euros) debido al mayor volumen de operaciones a largo plazo vivas a fin de año. 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 (819,19 millones), a vencimiento (605,16 millones) y política monetaria (667,04 millones). En conjunto, estos intereses han experimentado una disminución con relación al año anterior de 13,22 millones, debido a la menor rentabilidad media. Por otro lado, han disminuido los intereses a cobrar procedentes de los activos de contrapartida de las reservas exteriores

transferidas al BCE y los intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema relacionados con el ajuste de billetes y la cuenta compensatoria como consecuencia de la menor rentabilidad media. El aumento de los intereses a cobrar de depósitos en moneda extranjera (15,11 millones) se debe a que durante el año 2012 se mantenían depósitos a plazo en dólares USA en instituciones financieras, frente a su ausencia en 2011.

- 14 OTROS ACTIVOS. DIVERSOS Los componentes más significativos de este epígrafe, cuyo importe total se eleva a 1.972,07 millones de euros, son el ingreso efectuado al Tesoro Público, el 3 de diciembre de 2012, de 1.732,54 millones de euros, equivalente al 70 % de los beneficios acumulados por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2012, corregidos según la evolución previsible de los resultados hasta final de ejercicio (véase la nota 15 de la cuenta de resultados), que supone un incremento de 512,51 millones con relación al equivalente del ejercicio anterior, y los préstamos y anticipos concedidos a los empleados del Banco, cuyo saldo asciende a 188,77 millones, con un incremento de 3,19 millones de euros con respecto a 2011.
- 15 BILLETES EN CIRCULACIÓN El saldo de billetes en circulación (99.641,36 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 (el 10,9185 % del total de los emitidos por todos los bancos centrales, que resulta de deducir de la clave de participación en el Eurosistema el 8 % del total correspondiente al BCE). Dicho saldo ha experimentado un incremento de 2.616,51 millones de euros respecto al año anterior, por el mayor volumen de billetes en euros en circulación en el Eurosistema. La diferencia entre el saldo de los billetes asignados que figuran en el balance y los puestos en circulación por el Banco de España se recogen en una cuenta de ajuste que figura en esta rúbrica y cuya contrapartida se recoge en el epígrafe 9.4 del activo del balance.
- 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 72.004,69 millones de euros al cierre del ejercicio 2012, experimentando un incremento respecto al ejercicio anterior de 21.070,98 millones. Este aumento se ha debido fundamentalmente al incremento registrado en la facilidad de depósito y, en menor medida, en los depósitos relacionados con los márgenes de garantía, compensado en parte por la disminución del saldo de los depósitos a plazo y de las cuentas corrientes de las entidades (incluidas las reservas mínimas).

Su desglose, así como los importes en ambos ejercicios, se reflejan en el siguiente cuadro:

En millones de euros

Tipo de pasivo	2012	2011	Variación
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	12.851,75	14.561,25	-1.709,50
Facilidad de depósito	59.046,50	33.335,00	25.711,50
Depósitos a plazo	—	3.000,00	-3.000,00
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	106,45	37,46	68,99
<b>TOTAL</b>	<b>72.004,69</b>	<b>50.933,71</b>	<b>21.070,98</b>

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 1.709,50 millones (11,7 %). En cuanto a su saldo medio, igual-

mente ha disminuido durante el ejercicio, pasando de 23.591,06 millones en 2011 a 12.338,95 millones en 2012 (47,7%). Dicha disminución se debe a la reducción del coeficiente de reservas, que ha pasado del 2 % en 2011 al 1 % a partir del 18 de enero de 2012.

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 (notablemente inferior al tipo de interés de las operaciones principales de financiación), ha experimentado un aumento, pasando de 33.335,00 millones en 2011 a 59.046,50 millones en 2012. Con respecto a su saldo medio, se observa igualmente un incremento (35.059,14 millones en 2012, frente a 6.153,64 millones en el ejercicio anterior), lo que refleja ciertos desajustes en el mercado interbancario.

Por lo que respecta a los depósitos a plazo fijo, su saldo a 31 de diciembre de 2012 es nulo. Se trata de operaciones de ajuste (drenaje de liquidez) instrumentadas mediante depósitos. A lo largo de 2012, en el Eurosistema se efectuaron 52 operaciones de este tipo. Con respecto a su saldo medio se observa una disminución durante el ejercicio, pasando de 493,64 millones en 2011 a 39,50 millones en 2012.

Los restantes epígrafes incluidos en esta rúbrica recogen las operaciones temporales de ajuste y los depósitos relacionados con los márgenes de garantía. A 31 de diciembre de 2012, el primero de ellos no presentaba saldo, manteniendo las entidades depósitos relativos a los ajustes de los márgenes de garantía por un importe de a 106,45 millones de euros (37,46 millones en 2011).

17 OTROS PASIVOS EN EUROS  
CON ENTIDADES  
DE CRÉDITO DE LA ZONA  
DEL EURO.

Este epígrafe recoge los depósitos que las entidades de crédito mantienen en el Banco de España y que no están relacionados con operaciones de política monetaria.

Su saldo al cierre del ejercicio 2012 era de 110,01 millones de euros y corresponde casi en su totalidad a un depósito bloqueado a nombre de una entidad de crédito para evitar que, como consecuencia del traspaso de activos a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) se incumpliera el límite legal de emisión de cédulas hipotecarias.

18 DEPÓSITOS EN EUROS  
DE OTROS RESIDENTES  
EN LA ZONA DEL EURO.  
ADMINISTRACIONES  
PÚBLICAS

Se recogen en este epígrafe los depósitos que mantienen las Administraciones Públicas en el Banco de España. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 9.009,99 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros

	2012	2011	Variación
Administración Central (Estado)	6.306,83	2.096,91	4.209,92
Tesoro Público. — Cuenta corriente	2.500,42	225,04	2.275,38
Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares	3.806,41	1.871,87	1.934,54
Administraciones Territoriales	498,88	153,66	345,22
Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares	498,53	152,70	345,83
Administración Local	0,35	0,96	-0,61
Administraciones de la Seguridad Social	2.204,28	3.175,12	-970,84
Del Sistema de Seguridad Social	2.203,36	3.174,20	-970,84
Otras	0,92	0,93	—
<b>TOTAL</b>	<b>9.009,99</b>	<b>5.425,69</b>	<b>3.584,30</b>



El incremento de este epígrafe (3.584,30 millones de euros) se debió a los mayores saldos mantenidos por la Administración Central (4.209,92 millones en comparación con 2011) y por las Comunidades Autónomas, incluidas dentro de «Administraciones Territoriales» (345,83 millones). Por otro lado, los saldos mantenidos por las Administraciones de la Seguridad Social han disminuido en 970,84 millones. Con respecto a los saldos medios, se observa igualmente un incremento del saldo medio mantenido por la Administración Central (6.017,80 millones en 2012, frente a 2.915,76 millones en el ejercicio anterior) y las Comunidades Autónomas (362,88 millones en 2012, frente a 298,72 millones en 2011) y una disminución del mantenido por las Administraciones de la Seguridad Social (3.657,87 millones en 2012, frente a 4.892,42 millones en 2011).

Los saldos mantenidos por la Administración Central son objeto de una cesión diaria co-lateralizada, que se realiza por medio de una subasta por cuenta del Tesoro.

19 DEPÓSITOS EN EUROS  
DE OTROS RESIDENTES  
EN LA ZONA DEL EURO.  
OTROS PASIVOS

Recoge las cuentas corrientes de otras instituciones financieras que no son entidades de crédito, tales como el Fondo de Garantía de Depósitos, otros intermediarios financieros relacionados con la liquidación de los mercados de valores, otros intermediarios en el mercado de deuda anotada, etc., así como las cuentas corrientes de organismos públicos y autónomos no administrativos del Estado, las cuentas corrientes de empleados y pensionistas, y otras cuentas de personas jurídicas clasificadas dentro de «Otros sectores residentes no financieros».

Su saldo al cierre del ejercicio 2012 era de 1.941,86 millones de euros, y su incremento en 1.797,51 millones de euros respecto al cierre de 2011 se debió, fundamentalmente, a la apertura de depósitos a nombre de los fondos de titulización cuyas entidades gestoras lo solicitaron, así como a los depósitos a nombre de MEFF (Mercado Español de Futuros Financieros) como garantía de liquidación de sus operaciones.

20 PASIVOS EN EUROS  
CON NO RESIDENTES  
EN LA ZONA DEL EURO

Recoge esencialmente los saldos de las cuentas en euros abiertas a organismos internacionales, autoridades monetarias no pertenecientes al Eurosistema y bancos centrales a los que se prestan servicios de gestión de reservas. Su saldo, de 141,68 millones de euros, experimentó una reducción respecto del ejercicio anterior de 239,07 millones, por la disminución de los depósitos de los bancos centrales a los que se les prestan servicios de gestión de reservas, así como de los depósitos de organismos internacionales y autoridades monetarias no pertenecientes al Eurosistema.

21 CONTRAPARTIDA  
DE LOS DERECHOS  
ESPECIALES DE GIRO  
ASIGNADOS POR EL FMI

Con un importe de 3.296,08 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 activo del balance en el epígrafe 2.1 del activo. El importe total de esta rúbrica ha experimentado una disminución de 59,38 millones de euros respecto del año anterior, debido a la variación del tipo de cambio.

22 CUENTAS INTRA-  
EUROSISTEMA

Esta rúbrica, que a 31 de diciembre de 2012 presenta un saldo de 336.831,24 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.

b Otros pasivos intra-  
Eurosistema (neto)

Su saldo a 31 de diciembre de 2012, de 336.831,24 millones de euros, recoge la suma algebraica de tres componentes: 1) la posición del Banco de España frente al BCE por las

transferencias emitidas y recibidas a través de TARGET2 entre los BCN del SEBC, incluido el propio BCE, más los saldos mantenidos con los bancos centrales del Eurosistema a través de cuentas de corresponsalía; 2) la posición frente al BCE por la aportación y asignación de los ingresos monetarios en el Eurosistema pendiente de liquidar, y 3) la posición del Banco de España frente al BCE en relación con las cantidades que hubiese pendientes de cobro a fin de ejercicio, relacionadas fundamentalmente con los ingresos por señoreaje correspondientes a los billetes en euros emitidos por el BCE y con los ingresos de la cartera de valores adquiridos por el BCE conforme al programa para los mercados de valores.

En millones de euros

	2012	2011	Variación
Posición del Banco de España frente al BCE por las transferencias emitidas y recibidas a través de TARGET2	337.344,39	174.978,57	162.365,82
Posición con el BCE por la aportación y asignación de ingresos monetarios	-444,95	-74,78	-370,17
Dividendo a cobrar por participación en el señoreaje del BCE	-68,20	-77,38	9,18
<b>TOTAL</b>	<b>336.831,24</b>	<b>174.826,42</b>	<b>162.004,82</b>

Con respecto al primer componente, el saldo al cierre del ejercicio de las transferencias realizadas a través de TARGET2 es acreedor, ascendiendo a 337.344,47 millones, mientras que las cuentas de corresponsalía presentan un saldo deudor de 0,08 millones. La remuneración de esta posición se calcula en base diaria, aplicando el tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema. Su saldo medio durante el ejercicio ha aumentado considerablemente, pasando de 70.706,62 millones en 2011 a 329.060,42 millones en 2012, y está relacionado con el incremento de los préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones 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 444,95 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, por lo que se refiere a la posición frente al BCE relacionada con el reparto de los ingresos correspondientes al señoreaje de los billetes en euros emitidos por los BCN en nombre del BCE y de los ingresos de los valores adquiridos conforme al programa para los mercados de valores<sup>20</sup>, en 2013 el Consejo de Gobierno del BCE acordó repartir una parte de los ingresos obtenidos de los valores adquiridos conforme al programa para el mercado de valores y de los ingresos correspondientes al señoreaje de los billetes en euros. Su saldo deudor a 31.12.2012 es de 68,20 millones (véase «Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones» en la nota 7 de la cuenta de resultados).

## 23 PARTIDAS EN CURSO DE LIQUIDACIÓN

Recoge diversas partidas que, a 31 de diciembre de 2012, se encuentran en curso de liquidación, tales como órdenes de transferencia pendientes de ejecución o transferencias expedidas a entidades de depósito pendientes de reembolso.

<sup>20</sup> Decisión del Banco Central Europeo de 19 de diciembre de 2012 (BCE/2012/33), por la que se modifica la Decisión BCE/2010/24, sobre distribución provisional de los ingresos del Banco Central Europeo procedentes de los billetes en euros en circulación y de los valores adquiridos conforme al programa para mercados de valores.

De los 183,75 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica al cierre del ejercicio 2012, destacan 173,23 millones que corresponden a transferencias que se expiden para cuentas abiertas en otras entidades, estando pendiente de realizar su abono a aquellas, y 6,94 millones a transferencias recibidas de la Plataforma TARGET2 pendientes de tramitación.

24 OTROS PASIVOS.  
DIFERENCIAS POR  
VALORACIÓN DE PARTIDAS  
DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta acreedora por operaciones a plazo y *swaps* con divisas, valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es deudora, como ocurre en este ejercicio, se registra bajo el mismo título en el epígrafe 11.4 del activo (véase nota 12 del balance).

25 OTROS PASIVOS. CUENTAS  
DE PERIODIFICACIÓN  
DEL PASIVO E INGRESOS  
ANTICIPADOS

Este epígrafe recoge los intereses y gastos a pagar no vencidos y los ingresos anticipados.

A 31 de diciembre de 2012, su saldo asciende a 237,54 millones de euros, siendo la partida más significativa la de intereses a pagar no vencidos (236,45 millones de euros). El incremento experimentado por esta partida en 2012 (76,56 millones) es consecuencia, esencialmente, de los mayores intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema por operaciones TARGET2 (86,18 millones). Este incremento queda compensado, en parte, con la disminución en los intereses a pagar por las reservas mínimas mantenidas por las entidades de crédito (7,03 millones).

26 OTROS PASIVOS. DIVERSOS

Recoge otras cuentas pasivas que no tienen cabida en los apartados anteriores.

A 31 de diciembre de 2012, su saldo era de 113,05 millones (121,27 millones menos que en 2011), siendo las partidas más relevantes de este epígrafe las correspondientes a «Efectivos inmovilizados por normativa comunitaria procedentes de deuda pública anotada. Amortizaciones e intereses» (27,11 millones), y «Acreedores varios y otras partidas pendientes de pago. Por gastos de funcionamiento devengados» (26,52 millones). Su variación más significativa está relacionada con la primera de las partidas mencionadas (ha disminuido en 85,49 millones), debido a la exclusión de alguna entidad de la lista de personas y entidades sometidas a medidas restrictivas habida cuenta de la situación de Libia según el Reglamento (UE) n.º 1360/2011, del Consejo, de 20 de diciembre de 2011, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 204/2011.

27 PROVISIONES

Excepto las provisiones para cobertura del riesgo-país, que se presentan en balance minorando el valor de los activos correspondientes, el resto se registra en la presente rúbrica, con el detalle siguiente:

En millones de euros

	2012	2011	Variación
Para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés	5.870,34	4.666,01	1.204,33
Para la cobertura del riesgo de crédito	1.404,62	870,96	533,66
Para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	363,89	577,68	-213,79
Para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria del Eurosistema	33,58	102,80	-69,22
Para la cobertura del riesgo operacional patrimonial	24,83	24,50	0,33
Para el canje de billetes en pesetas retirados	22,54	36,49	-13,95
Para pagos a prejubilados y jubilados	28,66	27,98	0,68
Para socorro por fallecimiento y jubilación	56,74	58,26	-1,52
Para riesgos y gastos diversos	1,14	0,53	0,61
<b>TOTAL</b>	<b>7.806,34</b>	<b>6.365,20</b>	<b>1.441,13</b>

Provisión para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y de interés

Es la cuenta de provisiones más relevante. Fue creada por acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 26 de enero de 1999 con objeto de cubrir el riesgo por tipo de cambio de las reservas exteriores del Banco de España. Posteriormente, la Comisión Ejecutiva, en su sesión de 14 de abril de 2004, acordó ampliar su finalidad a la cobertura de los riesgos por tipo de interés. El saldo de esta provisión a 31 de diciembre de 2012 asciende a 5.870,34 millones de euros, 1.204,33 millones más que en 2011 (véase nota 5 de la cuenta de resultados). De estos 5.870,34 millones, 3.472,87 millones están justificados por la existencia de riesgos por tipo de cambio y 2.397,47 millones por la de riesgos por tipo de interés. El aumento en 1.204,33 millones se ha debido a la disminución de las plusvalías latentes en divisas en 647,41 millones, al aumento del riesgo estimado por tipo de cambio del DEG y del dólar USA en 391,72 millones y al aumento del riesgo estimado de tipo de interés en 165,27 millones.

El saldo de esta provisión se revisa con carácter anual, de acuerdo con la valoración que realiza el Banco de España de su exposición a los riesgos mencionados mediante la metodología de valor en riesgo. Dicha evaluación tiene en cuenta, además de esa valoración, una serie de factores, entre los que se incluyen la evolución prevista de los activos de riesgo u otros que las circunstancias aconsejen contemplar. En este sentido, la Comisión Ejecutiva, en su sesión de 22 de febrero de 2012, ajustó, de acuerdo con las condiciones de mercado, la metodología de cálculo de la provisión para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés, acordando, entre otros aspectos, la base de cálculo, así como los porcentajes de cobertura que se deben aplicar tanto para riesgos por tipo de cambio como por tipo de interés de cada una de las carteras.

Provisión para la cobertura del riesgo de crédito y del riesgo operacional patrimonial

La Comisión Ejecutiva aprobó en 2009 una metodología de cálculo del riesgo de crédito de las carteras de inversión del Banco de España, como base para la creación de una provisión para la cobertura por riesgo de crédito, así como el porcentaje de cobertura que se ha de aplicar sobre el valor de la exposición al riesgo obtenido. Esta provisión se revisa con carácter anual, de acuerdo con la valoración efectuada por el Banco de España sobre su exposición al riesgo. Utilizando dicha metodología, que fue revisada por la Comisión Ejecutiva en su sesión del 22 de febrero de 2012, se ha procedido a dotar en 2012 la mencionada provisión por 533,66 millones de euros, alcanzando un saldo a fin de ejercicio de 1.404,62 millones.

Asimismo, 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. Esta metodología fue modificada en 2011.

Dicha provisión se ha aplicado para cubrir los eventos de riesgo operacional ocurridos en el ejercicio 2012 (véase nota 14 de la cuenta de resultados), y se ha dotado por un importe de 7,63 millones, alcanzando un saldo de 24,83 millones de euros.

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 lugar de su valor nominal, llevó a que en dicho ejercicio se creara una provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de los créditos singulares, con objeto de cubrir las pérdidas eventuales que pondría de manifiesto la amortización anticipada de los mencionados créditos (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 2012, su saldo ascendía a 363,89 millones de euros, con una disminución de 213,79 millones respecto al ejercicio anterior (41,73 millones de euros aplicados

en la amortización de la cuota del ejercicio y 172,06 millones por el ajuste de los créditos a su valor de mercado).

Provisión para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria del Eurosistema

De acuerdo con el principio de prudencia, el Consejo de Gobierno del BCE consideró apropiado crear en 2008 una provisión por importe de 5.736 millones de euros para cubrir los riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria (véanse estas operaciones en la nota 6 del balance). De acuerdo con el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC/BCE, esta provisión debe dotarse por todos los bancos centrales del Eurosistema en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, según las claves vigentes en dicha fecha. Como resultado de lo anterior, el Banco de España dotó una provisión de 621,35 millones de euros, equivalente al 10,8324 % del total. El Consejo de Gobierno del BCE, en su sesión de 31 de enero de 2013, ha revisado la adecuación del volumen de esta provisión con efectos a 31 de diciembre de 2012 y ha decidido reducirla de 949 millones que tenía a 31.12.2011 a 310 millones de euros en el conjunto del Eurosistema. Como consecuencia de ello, al Banco de España le corresponde una provisión de 33,58 millones, por lo cual se ha liberado parte de aquella por valor de 69,22 millones (véase nota 8 de la cuenta de resultados).

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<sup>21</sup>. Se dotó inicialmente en 2005 con objeto de atender al canje de los billetes en pesetas retirados con motivo de la introducción del euro que se presentaran en el Banco de España. Al mismo tiempo, el Consejo de Ministros acordó que, en caso de que el 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 quedó sin saldo, procediéndose, según lo anterior y por acuerdo de la Comisión Ejecutiva, a dotarla nuevamente por importe de 50 millones (provisión para un período aproximado de cinco años), utilizándose las reservas del Banco de España constituidas con la retención de los beneficios del año 2005. A fin de ejercicio esta provisión presentaba un saldo de 20,71 millones, lo que supone una disminución de 13,80 millones respecto del ejercicio anterior.

Otras provisiones

En este ejercicio ha tenido lugar un incremento en la provisión para pagos a prejubilados y jubilados (0,68 millones) debido a la cobertura de pagos que se ha de realizar de acuerdo con lo previsto en el artículo 184 del Reglamento de Trabajo y en la disposición transitoria quinta del convenio colectivo para el año 2001.

Asimismo, en este ejercicio ha tenido lugar una disminución de 1,52 millones en la provisión para la cobertura de la indemnización por extinción de la relación laboral (véase nota 14 de la cuenta de resultados).

28 CUENTAS  
DE REVALORIZACIÓN

Esta rúbrica incluye las revalorizaciones procedentes de plusvalías no realizadas en activos y pasivos financieros valorados a precios y tipos de cambio de mercado a fin de año. Su detalle es el siguiente:

<sup>21</sup> Dentro del apartado provisiones para el canje de billetes en pesetas retirados, además de esta hay constituida otra provisión por importe de 1,83 millones de euros.

En millones de euros

Clase de cuenta	2012	2011	Variación
Oro	10.567,97	10.166,75	401,22
Divisas	888,44	1.535,85	-647,41
Valores (cartera de negociación)	1.096,14	292,43	803,71
Emitidos en moneda extranjera por no residentes en la zona del euro	61,87	57,07	4,80
Emitidos en euros por residentes en la zona del euro	1.034,28	235,36	798,91
Otros	16,04	17,04	-1,00
<b>TOTAL</b>	<b>12.568,59</b>	<b>12.012,07</b>	<b>556,52</b>

Las cuentas de revalorización presentan un saldo a fin de 2012 de 12.568,59 millones de euros, con un aumento de 556,52 millones respecto a 2011. La variación más importante ha tenido lugar en los valores de renta fija de la cartera de negociación, cuyas plusvalías no realizadas aumentaron 803,71 millones fruto de la variación de su precio debido a la evolución de los tipos de interés.

En relación con el oro, se ha producido un incremento en las plusvalías no realizadas (401,22 millones) como consecuencia del aumento de su precio de mercado (ha pasado de 1.216,86 euros el 31 de diciembre de 2011 a 1.261,18 euros por onza el 31 de diciembre de 2012).

Por lo que respecta a las cuentas de revalorización por tipo de cambio de las divisas, las plusvalías no realizadas han disminuido 647,41 millones, debido fundamentalmente a la depreciación del tipo de cambio del dólar USA y del DEG frente al euro (594,58 millones y 52,76 millones, respectivamente).

#### 29 CAPITAL

A 31 de diciembre de 2012, el capital del Banco de España asciende a 1.000 millones de euros, sin variación en el ejercicio. De este importe, 1,37 millones proceden de lo previsto en el Decreto Ley 18/1962, de 7 de junio, y 998,63 millones, de la ampliación de capital efectuada en 2006 mediante la retención de parte de los beneficios del ejercicio 2005.

#### 30 RESERVAS

A 31 de diciembre de 2012, las reservas del Banco de España ascienden a 950 millones de euros, sin variación respecto del 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.

#### 31 BENEFICIO DEL EJERCICIO

El beneficio neto del ejercicio 2012 ha ascendido a 3.845,23 millones de euros, superior en un 60,2 % al de 2011. Del citado importe, 1.732,54 millones fueron ingresados en el Tesoro el 3 de diciembre de 2012, 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 2011:

- a) El día 1 de marzo de 2012, 940,09 millones de euros, para alcanzar, junto con el ingreso realizado en diciembre de 2011, el 90 % de los beneficios de dicho año, que ascendieron a 2.400,13 millones de euros.

- b) El día 10 de septiembre de 2012, una vez aprobados por el Consejo de Ministros el balance y la cuenta de resultados del año 2011, 240,01 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2012 y las causas de su variación frente a los de 2011 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 principales activos del Banco de España. Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

#### 1 INGRESOS POR INTERESES

En millones de euros

	Ingresos por intereses		
	2012	2011	Variación
Moneda extranjera	278,32	245,08	33,24
Valores	225,34	207,73	17,61
Depósitos y otros activos	24,05	21,29	2,76
Operaciones excepcionales de inyección de liquidez	16,94	1,38	15,56
Operaciones <i>swap</i> , a plazo y otras	12,00	14,68	-2,68
Euros	7.945,52	5.028,85	2.916,66
Valores	4.745,77	3.789,79	955,99
Operaciones de política monetaria	2.896,35	913,88	1.982,47
Cuentas intra-Eurosistema	290,87	321,25	-30,38
Activo contrapartida de las reservas transferidas al BCE	36,43	51,50	-15,08
Activos relacionados con la asignación de billetes	254,39	269,69	-15,31
Saldo neto deudor de otras cuentas intra-Eurosistema	0,06	0,06	—
Otros activos	12,53	3,94	8,59
<b>TOTAL</b>	<b>8.223,84</b>	<b>5.273,93</b>	<b>2.949,90</b>

Los ingresos por intereses han experimentado un aumento de 2.949,90 millones en el ejercicio 2012 respecto a 2011. El mencionado incremento es resultado, principalmente, de un aumento de 2.916,66 millones en el rendimiento de las inversiones en euros y de 33,24 millones en el de los ingresos procedentes de las inversiones en moneda extranjera.

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera (278,32 millones de euros), 225,34 millones proceden de los valores de renta fija (la mayor parte denominados en dólares USA). Los restantes intereses en moneda extranjera se han generado fundamentalmente por depósitos, operaciones excepcionales de inyección de liquidez (estas operaciones generan gastos por el mismo importe) y operaciones *swap*. La rentabilidad media de la inversión en moneda extranjera ha sido del 1,1 % en 2012, frente al 1,6 % en 2011.

Los ingresos por intereses en euros (7.945,52 millones) proceden, fundamentalmente, de las carteras de valores (4.745,77 millones, con un incremento de 955,99 millones), de las operaciones de política monetaria (2.896,35 millones, con un aumento de 1.982,47 millones) y de las cuentas intra-Eurosistema (290,87 millones, con un descenso de 30,38 millones).

Respecto a la variación experimentada frente al ejercicio anterior, la causa principal que explica el incremento de los ingresos en euros en 2.916,66 millones es el mayor saldo medio remunerado (ha pasado de 191.792,48 millones en 2011 a 464.151,42 millones en 2012), compensado en parte con un descenso de la rentabilidad media obtenida en este ejercicio (ha pasado del 2,6 % en 2011 al 1,7 % en 2012).

En concreto, si se analiza la inversión media realizada, destaca el importante aumento registrado en las operaciones de política monetaria (330.404,71 millones en 2012, frente a 71.064,16 millones en 2011), derivado de la mayor financiación solicitada por las entidades financieras españolas al BCE (véase nota 6 del balance). Por otra parte, los activos relacionados con la asignación de billetes han aumentado, pasando su saldo medio de 20.942,03 millones en 2011 a 28.501,40 millones en 2012, como consecuencia de la evolución de los billetes puestos en circulación (-7,3 % en España, frente al 2,7 % en el conjunto del Eurosistema). Por lo que respecta a la inversión media en valores, ha registrado un incremento de 5.456,83 millones (5,7 %), básicamente en la cartera de política monetaria (12.594,15 millones en la cartera SMP y 1.580,20 millones en la CBPP2), compensado en parte por la disminución de la inversión media en la cartera a vencimiento (7.641,78 millones) y en la cartera de negociación (870,26 millones).

## 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

	Gastos por intereses		
	2012	2011	Variación
Moneda extranjera	20,52	19,43	1,09
Operaciones <i>swap</i> , a plazo y otras	—	5,25	-5,25
Operaciones excepcionales de inyección de liquidez	16,94	1,38	15,56
Otros pasivos	3,58	12,80	-9,22
Euros	3.092,30	1.322,01	1.770,28
Operaciones de política monetaria	167,62	338,66	-171,05
Remuneración de las reservas mínimas	104,97	297,60	-192,64
Facilidad de depósito	56,20	35,47	20,73
Depósitos a plazo fijo	0,19	4,41	-4,22
Variación en el valor de las garantías	6,26	1,19	5,08
Depósitos de las Administraciones Públicas	50,37	70,97	-20,60
Saldo neto acreedor de otras cuentas intra-Eurosistema	2.871,65	910,37	1.961,28
Otros pasivos en euros	2,65	2,01	0,65
<b>TOTAL</b>	<b>3.112,82</b>	<b>1.341,45</b>	<b>1.771,37</b>

En conjunto, los gastos por intereses han aumentado en 1.771,37 millones de euros en 2012, debido principalmente al aumento de los pasivos denominados en euros.

De los gastos por intereses en euros (3.092,30 millones de euros), 2.871,65 millones corresponden a la remuneración de las cuentas intra-Eurosistema en el pasivo del balance (TARGET2), 167,62 millones a la remuneración de entidades por depósitos de operaciones de política monetaria y 50,37 millones a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas.

El aumento registrado en los gastos en euros (1.770,28 millones de euros) ha sido consecuencia, fundamentalmente, del mayor saldo medio de los pasivos a remunerar (385.967,37 millones en 2012, frente a 108.905,29 millones en 2011), compensado en parte por el menor coste medio al que se han remunerado los mencionados pasivos, que ha pasado del 1,2 % en 2011 al 0,8 % en este ejercicio.

Dentro del conjunto de los gastos en euros, destaca el gasto generado por el saldo neto acreedor de las cuentas intra-Eurosistema por operaciones realizadas a través de



TARGET2. El gasto por intereses se ha incrementado en 1.961,28 millones de euros, debido fundamentalmente a que su saldo medio ha aumentado considerablemente respecto al de 2011, pasando de 70.706,62 millones a 329.060,42 millones en 2012, compensado en parte por el descenso del coste medio (ha pasado del 1,3 % en 2011 al 0,9 % en 2012).

Por otro lado, los depósitos de las entidades por operaciones de política monetaria han registrado un aumento en su saldo medio de 17.858,06 millones de euros, pasando de 30.333,12 millones en 2011 a 48.191,18 millones en 2012.

En cuanto a los depósitos de las Administraciones Públicas, el gasto por intereses ha disminuido en 20,60 millones de euros, fundamentalmente por el menor coste medio (0,9 % en 2011, frente al 0,6 % en 2012), compensado parcialmente por el incremento del saldo medio que se remunera (ha pasado de 7.865,55 millones de euros en 2011 a 8.715,77 millones en 2012).

Por su parte, los gastos por intereses en moneda extranjera (20,52 millones de euros) corresponden en su mayor parte a operaciones excepcionales de inyección de liquidez (16,94 millones) y a los DEG asignados (3,58 millones).

3 GANANCIAS/PÉRDIDAS  
REALIZADAS PROCEDENTES  
DE OPERACIONES  
FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio 2012 las ganancias netas por este concepto han ascendido a 132,25 millones de euros, procedentes de las siguientes fuentes:

En millones de euros

	2012	2011	Variación
Monedas extranjeras	64,05	54,14	9,91
Venta de oro	—	—	—
Venta de divisas (por tipo de cambio)	14,09	5,29	8,79
Venta de valores (por precio)	64,06	52,97	11,09
Otras ganancias/pérdidas	-14,10	-4,12	-9,98
Euros	68,20	47,15	21,06
Venta de valores	68,20	47,15	21,06
<b>TOTAL</b>	<b>132,25</b>	<b>101,29</b>	<b>30,96</b>

Con respecto al ejercicio anterior, el importe total registrado en 2012 ha aumentado en 30,96 millones, debido a las mayores ganancias obtenidas en venta de valores de renta fija denominados en euros (21,06 millones), en valores de renta fija denominados en moneda extranjera (11,09 millones) y en venta de divisas por tipo de cambio, fundamentalmente en dólares USA (3,44 millones) y DEG (4,34 millones), compensado parcialmente por las mayores pérdidas en futuros de tipo de interés (9,98 millones).

Los mayores beneficios en venta de valores, tanto en euros como en divisas, se han debido principalmente al mayor volumen de ventas realizadas en 2012.

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

	2012	2011	Variación
Moneda extranjera	0,99	4,47	-3,47
En divisas (por tipo de cambio)	0,10	—	0,10
En valores (por precio)	0,89	4,46	-3,57
Euros	0,02	463,14	-463,12
En valores	0,02	463,14	-463,12
<b>TOTAL</b>	<b>1,01</b>	<b>467,61</b>	<b>-466,60</b>

Las minusvalías no realizadas registradas en el ejercicio 2012 han ascendido a 1,01 millones de euros. Con respecto a 2011, han disminuido en 466,60 millones, debido fundamentalmente a las minusvalías registradas a fin de 2011 en los valores denominados en euros y a la ausencia casi total de minusvalías en 2012.

5 DOTACIONES Y EXCESOS DE PROVISIÓN POR RIESGOS DE TIPO DE CAMBIO, PRECIO Y CRÉDITO

En millones de euros

	2012	2011	Variación
Dotación de provisión	-1.739,00	-1.711,11	-27,90
Riesgo de tipo de cambio y de tipo de interés	-1.205,34	-1.176,35	-28,99
Riesgo de crédito	-533,66	-534,76	1,10
Aplicación de provisión por riesgo de tipo de cambio y de tipo de interés	1,01	467,61	-466,60
Dotación/exceso de provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	172,06	162,15	9,91
<b>TOTAL</b>	<b>-1.565,92</b>	<b>-1.081,34</b>	<b>-484,58</b>

Recoge, por un lado, la aplicación a su finalidad por 1,01 millones de euros de la provisión por riesgos de tipo de cambio y tipo de interés para cubrir las minusvalías registradas a fin de 2012 y, por otro lado, la dotación a aquella de 1.205,34 millones de euros para cubrir los riesgos por tipo de cambio y precio estimados en las posiciones financieras sujetas a dichos riesgos, según el acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 19 de febrero de 2013.

Este epígrafe incluye también la dotación a la provisión para la cobertura de riesgo de crédito, que en este ejercicio ha ascendido a 533,66 millones de euros, por el acuerdo de la Comisión Ejecutiva antes mencionado.

Por último, respecto a la dotación a la provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares, derivada del ajuste de las variaciones del valor de mercado de dichos activos, esta presenta en 2012 una variación positiva de 9,91 millones respecto a 2011, debido a que en este ejercicio se han recuperado 172,06 millones derivados del ajuste de las variaciones del valor de mercado de dichos activos, frente a la recuperación de 162,15 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

	2012	2011	Variación
1 Ingresos por honorarios y comisiones	19,32	17,57	1,75
Operaciones exteriores	—	0,01	-0,01
Operaciones interiores	19,32	17,56	1,76
2 Gastos por honorarios y comisiones	12,04	10,68	1,37
Operaciones exteriores	3,10	3,18	-0,08
Operaciones interiores	8,94	7,50	1,44
<b>INGRESOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES (1 – 2)</b>	<b>7,27</b>	<b>6,89</b>	<b>0,38</b>

Los ingresos netos por honorarios y comisiones registrados en 2012 (7,27 millones de euros) han sido superiores a los registrados en 2011 en 0,38 millones. Esta variación está relacionada, básicamente, con los mayores ingresos por honorarios obtenidos por operaciones con valores. Este incremento de los ingresos se ha visto compensado parcialmente por los mayores gastos por comisiones pagadas por operaciones con valores.

7 DIVIDENDOS Y OTROS  
INGRESOS DE ACCIONES  
Y PARTICIPACIONES

Esta rúbrica incluye la participación del Banco de España en los beneficios ordinarios del BCE, ingresos por señoreaje e ingresos generados por la cartera del BCE derivada del programa para los mercados de valores. Igualmente incluye los dividendos procedentes de otras acciones y participaciones.

En millones de euros

	2012	2011	Variación
BCE	77,23	97,70	-20,47
Dividendo ordinario	9,04	20,33	-11,29
Dividendo por señoreaje	68,20	77,38	-9,18
Otros	12,35	11,93	0,42
<b>TOTAL</b>	<b>89,58</b>	<b>109,64</b>	<b>-20,06</b>

Del total del importe registrado (89,58 millones de euros), 68,20 millones proceden del dividendo del BCE por el señoreaje de sus billetes y de los ingresos procedentes de la cartera SMP, 9,04 millones proceden del dividendo ordinario del BCE correspondiente a 2011, 8,80 millones corresponden a dividendos por la participación en Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA (BME), y 3,55 millones a la participación en organismos internacionales (Banco de Pagos Internacionales).

En 2013, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido retener una parte de los ingresos correspondientes al 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, para dotar la provisión para la cobertura de riesgos por tipo de cambio, tipo de interés, crédito y precio del oro, distribuyendo el resto entre los BCN del Eurosistema. El importe retenido ha ascendido a 1.166,17 millones de euros, siendo 138,40 millones la parte que corresponde al Banco de España.

Con respecto al ejercicio anterior, el importe registrado en 2012 ha disminuido en 20,06 millones de euros, básicamente por el menor dividendo ordinario distribuido por el BCE este ejercicio, correspondiente al año anterior (11,29 millones de euros) y a los

menores ingresos procedentes del dividendo del BCE derivado del señoreaje de sus billetes y de la cartera SMP (68,20 millones distribuidos en 2012, frente a 77,38 millones en 2011).

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. 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 del programa de adquisiciones de bonos garantizados generan ingresos al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. Cuando el valor de los activos identificables de un BCN exceda o no alcance el valor de su base de pasivos, la diferencia se compensará aplicando a su importe el tipo de interés marginal vigente aplicado a las operaciones principales de financiación.

En el siguiente cuadro se muestra su detalle en los ejercicios 2012 y 2011:

En millones de euros

	2012	2011	Variación
Ingresos monetarios puestos en común	-2.342,71	-1.791,49	-551,22
Ingresos monetarios asignados	2.787,66	1.866,27	921,39
Dotación a la provisión por operaciones de política monetaria y pérdidas del BCE	69,22	136,27	-67,05
<b>TOTAL</b>	<b>514,17</b>	<b>211,05</b>	<b>303,12</b>

Los ingresos monetarios puestos en común por el Eurosistema se asignan 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 2012, que ascienden a 2.342,71 millones de euros, y los asignados, que ascienden a 2.784,14 millones de euros, equivale a una asignación de 441,43 millones de euros. De dicha asignación neta hay que deducir 0,87 millones por la participación del Banco de España en los gastos y pérdidas realizadas en operaciones de política monetaria del Eurosistema (gastos de servicios profesionales de consultoría y auditoría por parte de expertos independientes para la gestión de los activos relacionados con estas operaciones) e incrementarla en 4,39 millones por la participación del Banco de España en la recuperación de gastos y pérdidas de este tipo realizadas en ejercicios anteriores. En comparación con 2011, se ha producido una variación neta positiva de estos resultados de 370,17 millones de euros.

La causa fundamental que explica la asignación neta positiva de 444,95 millones radica en que, en una serie de bancos centrales del Eurosistema se han mantenido facilidades de depósito y depósitos a plazo por importes muy superiores a los que les corresponden según sus claves de participación, siendo estos depósitos remunerados a tipos de interés muy bajos.

Además, y por lo que respecta a la provisión para cubrir riesgos de contraparte en la instrumentación de las operaciones de política monetaria del Eurosistema, el Consejo de Gobierno del BCE ha aprobado, con fecha 31 de enero de 2013, los importes correspondientes a cada BCN. De acuerdo con ello, el Banco de España ha procedido a liberar parte de la provisión constituida (69,22 millones, de un total de 102,80 millones), por lo que el importe de la provisión a 31 de diciembre de 2012 asciende a 33,58 millones.

## 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

	2012	2011	Variación
Resultados extraordinarios	-7,18	40,09	-47,27
Mutualidad de Empleados	-2,24	-7,98	5,73
Diversos	4,87	8,11	-3,24
<b>TOTAL</b>	<b>-4,55</b>	<b>40,23</b>	<b>-44,78</b>

Como puede observarse, este epígrafe ha registrado una pérdida neta de 4,55 millones. La partida más relevante dentro de los resultados extraordinarios corresponde a la interrupción del proyecto CCBM2, acordada en 2012 por el Consejo de Gobierno del BCE. En relación con este punto y en aplicación del principio de prudencia valorativa, se ha considerado una pérdida al registrar como quebrantos extraordinarios partidas que estaban recogidas como inmovilizado en curso hasta ese momento. La reducción del principal de la deuda con la Mutualidad de Empleados ha generado unos menores gastos de 5,73 millones.

## 10 GASTOS DE PERSONAL

Esta rúbrica incluye los conceptos de haberes y emolumentos, las aportaciones al Plan de Pensiones y las cotizaciones y beneficios sociales.

Por componentes, su variación es la que se muestra a continuación:

En millones de euros y porcentaje

	2012	2011	Variación	(%)
Gastos brutos de personal	212,18	232,51	-20,34	-8,7
Haberes y emolumentos	160,27	170,21	-9,94	-5,8
Cuotas seguros sociales	31,05	32,06	-1,01	-3,1
Acción social	17,43	23,42	-5,99	-25,6
Plan de Pensiones	3,42	6,82	-3,39	-49,8
Recuperación de gastos de personal por activación de aplicaciones informáticas	-1,27	-1,61	0,35	-21,4
<b>TOTAL</b>	<b>210,91</b>	<b>230,90</b>	<b>-19,99</b>	<b>-8,7</b>

Su importe ha pasado de 230,90 millones de euros en 2011 a 210,91 millones en 2012, con un descenso de 19,99 millones de euros (8,7%). Los motivos que fundamentalmente

explican esta disminución son: a) la aplicación del artículo 2.3 del Real Decreto Ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad, por el cual se reducen las retribuciones del personal del Banco en la cuantía que corresponda percibir por la paga extraordinaria de diciembre; b) la dotación en 2011 de la provisión para riesgos y gastos por los pagos a prejubilados y jubilados ocasionados por el cierre de sucursales (6,25 millones de euros), y c) la aplicación desde el mes de julio del artículo 22 de la Ley 2/2012, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 2012, que establece la supresión de las aportaciones a planes de pensiones desde el mes de julio, lo que ha supuesto un menor gasto de 3,39 millones de euros.

En el cuadro siguiente se detalla la evolución de la plantilla, que incluye el personal contratado, en términos del número medio de empleados:

	2012	2011	Variación	%
Número medio de personas empleadas	2.655,9	2.704,8	-48,9	-1,8
Grupo directivo	1.637,1	1.633,7	3,4	0,2
Grupo administrativo	840,4	879,7	-39,3	-4,5
Resto	178,4	191,4	-13,0	-6,8

A 31 de diciembre de 2012, la plantilla total del Banco ascendía a 2.620 empleados, con un descenso de 66 efectivos respecto a la misma fecha del año anterior. En cuanto a la composición de la plantilla por sexos, a 31 de diciembre de 2012 el porcentaje de mujeres alcanza el 42,1 % del total de la plantilla del Banco.

Por lo que se refiere al régimen de retribuciones de los miembros de los Órganos de Gobierno, lo fija el ministro de Economía y Competitividad de acuerdo con lo establecido en la Ley de Autonomía del Banco de España. Durante el mes de junio de este ejercicio se produjo el cambio del gobernador y del subgobernador del Banco de España, por lo que se detallan separadamente los sueldos de los entrantes y salientes. Durante 2012, el exgobernador (desde el 1.1.2012 hasta el 10.6.2012) ha percibido un salario bruto de 79,25 miles de euros, incluyendo antigüedad y ayuda familiar; y el gobernador (desde el 11.6.2012 hasta el 31.12.2012) ha percibido un salario bruto de 81,32 miles de euros; el exsubgobernador (desde el 1.1.2012 hasta el 17.6.2012) ha percibido por los mismos conceptos un total de 93,17 miles de euros y el subgobernador (desde el 18.6.2012 hasta el 31.12.2012) ha percibido 89,55 miles de euros. Los miembros no natos del Consejo de Gobierno perciben un salario anual bruto de 48,10 miles de euros; en caso de que pertenezcan a la Comisión Ejecutiva, el salario anual bruto es de 60,33 miles de euros.

Además de lo anterior, los miembros de los Órganos de Gobierno, y de acuerdo con su adscripción particular, perciben cantidades iguales en concepto de dietas por asistencia a las sesiones de dichos órganos, fijadas en 953 euros por sesión del Consejo de Gobierno y en 457 euros por sesión de la Comisión Ejecutiva<sup>22</sup>.

## 11 GASTOS EN BIENES Y SERVICIOS

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como de servicios diversos recibidos durante el ejercicio, según el siguiente detalle:

<sup>22</sup> Vigentes desde la entrada en vigor del Real Decreto Ley 20/2012. En la primera parte del año las cantidades vigentes fueron las del ejercicio anterior.

En millones de euros y porcentaje

	2012	2011	Variación	%
Gastos brutos en bienes y servicios	123,54	122,29	1,25	1,0
Alquileres y mantenimientos	34,74	32,26	2,48	7,7
Materiales y suministros	11,67	11,62	0,05	0,4
Servicios externos	61,67	61,97	-0,30	-0,5
Formación, promoción y selección	3,74	3,86	-0,13	-3,3
Gastos diversos de funcionamiento	11,73	12,58	-0,85	-6,7
Recuperación de gastos en bienes y servicios por activación de aplicaciones informáticas	-4,16	-5,68	1,53	-26,9
<b>TOTAL</b>	<b>119,38</b>	<b>116,61</b>	<b>2,78</b>	<b>2,4</b>

Como puede observarse en el cuadro anterior, en 2012 los gastos más relevantes han sido, al igual que el pasado año, los de servicios externos (61,67 millones de euros), principalmente por la contratación de servicios informáticos (36,73 millones de euros), y los de alquileres y mantenimientos (34,74 millones), cuyas partidas más importantes han sido las de alquiler y mantenimiento de equipos y programas informáticos (16,55 millones) y de inmuebles (12,94 millones).

En 2012 se han registrado unos mayores gastos en bienes y servicios (2,78 millones de euros), debido en parte al aumento del IVA desde el 1 de septiembre de 2012 (el tipo general ha pasado del 18 % al 21 %). El mayor incremento del epígrafe se encuentra localizado en alquileres y mantenimientos (2,48 millones), y se ha debido fundamentalmente a la restauración del lucernario del edificio de Cibeles (1,52 millones) y al alquiler y mantenimiento de equipos y programas informáticos.

Dentro de «Servicios externos» se incluyen 146.000,92 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos (Deloitte, SL), por la realización en 2012 de trabajos de auditoría sobre 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

	2012	2011	Variación	%
Amortización de edificios, construcciones y obras de remodelación	2,49	2,58	-0,09	-3,3
Amortización de instalaciones	9,00	9,89	-0,89	-9,0
Amortización de mobiliario y enseres	2,11	2,11	-0,01	-0,3
Amortización de máquinas de oficina no informáticas	2,10	2,48	-0,37	-15,0
Amortización de equipos para procesos de información	5,58	6,22	-0,64	-10,3
Amortización de elementos de transporte	0,48	0,52	-0,03	-6,2
Amortización de otro inmovilizado material	0,33	0,29	0,04	15,3
Amortización del fondo bibliográfico	0,49	0,53	-0,04	-8,0
Amortización de aplicaciones informáticas	8,02	7,25	0,77	10,6
<b>TOTAL</b>	<b>30,60</b>	<b>31,86</b>	<b>-1,26</b>	<b>-4,0</b>

13 COSTES DE PRODUCCIÓN DE BILLETES Su importe (47,43 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. La disminución respecto al ejercicio anterior (7,28 millones de euros) se ha debido a que en 2012 ha descendido el volumen comprado de billetes de 50€, así como su coste unitario, y no se han adquirido billetes de 20€; este descenso se ha visto compensado parcialmente por el mayor volumen comprado de billetes de 5€ y por el incremento de su coste unitario. Por otra parte, el incremento del IVA (ha pasado del 18 % al 21 %) a partir del mes de agosto ha supuesto que la disminución del gasto sea menor.

14 DOTACIONES Y APLICACIONES A OTROS FONDOS Y PROVISIONES El saldo neto de la dotación y aplicación a otros fondos y provisiones en 2012 ha ascendido a 26,33 millones de euros, frente a 15,53 millones en 2011. Destaca la dotación al Fondo de Atenciones Benéficas Sociales por un importe de 11,57 millones de euros en 2012, frente a 7,22 millones dotados en 2011, lo que ha supuesto un mayor gasto (de 4,35 millones). En este ejercicio también se han dotado la provisión para riesgos y gastos para pagos a prejubilados y jubilados, por un importe de 8,14 millones de euros, y la provisión para socorros por fallecimiento y jubilación a los que se refiere el artículo 190 del RTBE (2,57 millones).

Este epígrafe recoge también la dotación y aplicación de la provisión para la cobertura del riesgo operacional patrimonial, que en 2012 se ha utilizado para cubrir los eventos de riesgo operacional, fundamentalmente por la interrupción del proyecto CCBM2 (véase nota 9 de la cuenta de resultados), y que se ha dotado por un importe de 7,63 millones de euros, para que su saldo alcance el nivel acordado de 24,83 millones.

El Banco de España, por la naturaleza de las funciones que desarrolla, no es una empresa con alto riesgo medioambiental. Por ello, durante el ejercicio no se ha considerado necesario registrar ninguna dotación para riesgos y cargas de carácter medioambiental.

15 BENEFICIO DEL EJERCICIO De acuerdo con el artículo 1.1.b) del Real Decreto 2059/2008, de 12 de diciembre, el Banco de España debe ingresar en el Tesoro, el primer día hábil del mes de marzo, el 90 % de los beneficios devengados y contabilizados hasta el 31 de diciembre del año anterior, descontando el ingreso realizado el día 1 del mes de diciembre del año anterior.

El anticipo al Tesoro del 70 % de los beneficios del Banco a 30 de septiembre de 2012, que se efectuó el pasado 3 de diciembre de 2012, fue de 1.732,54 millones de euros<sup>23</sup>.

Una vez cerrado el ejercicio, teniendo en cuenta que el beneficio provisional asciende a 3.845,23 millones de euros y que el 90 % de los beneficios supone 3.460,71 millones de euros, el ingreso que se efectuó en el Tesoro el 1 de marzo de 2013 ascendió a 1.728,17 millones de euros.

A continuación se detallan las entregas al Tesoro Público correspondientes a los beneficios de 2012:

<sup>23</sup> 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 1.226,06 millones de euros. Por tanto, de la cifra de resultados del Banco de España a 30 de septiembre, que ascendía a 3.701,12 millones, se dedujo dicho importe, resultando un beneficio de 2.475,06 millones; se ingresó en el Tesoro el 70 % de aquel.



En millones de euros

1 Beneficios totales del ejercicio 2012	3.845,23
2 Ingresos efectuados al Tesoro Público	3.460,71
El 3.12.2012	1.732,54
El 1.3.2013, por la diferencia con el importe anterior, para alcanzar el 90 % de los beneficios a 31.12.2012	1.728,17
3 Beneficios pendientes de ingreso en el Tesoro Público	384,52
Cuando se aprueben las cuentas de 2012	384,52

### 3.4 Cambios en capital, reservas, provisiones y cuentas de revalorización

El siguiente cuadro muestra el conjunto de las variaciones que han tenido lugar durante el ejercicio y que incluyen, además del resultado contable, las plusvalías netas no reconocidas como ingresos en la cuenta de resultados, la variación de las provisiones y el efecto patrimonial de la aplicación de los resultados del ejercicio.

En millones de euros

	Capital	Reservas	Cuentas de revalorización	Beneficio pendiente de aplicación	Provisiones para riesgos	TOTAL
<b>A) SALDOS AL INICIO DEL EJERCICIO 2012</b>	<b>1.000,00</b>	<b>950,00</b>	<b>12.012,07</b>	<b>1.180,10</b>	<b>5.561,47</b>	<b>20.703,84</b>
1 Plusvalías netas no reconocidas en pérdidas y ganancias			556,52			556,52
En oro			401,22			401,22
En divisas			-647,41			-647,41
En valores			803,71			803,71
Otras			-1,00			-1,00
2 Resultado neto del ejercicio 2012				3.845,23		3.845,23
3 Variación de las provisiones					1.738,32	1.738,32
4 Aplicación de resultados				-2.912,64		-2.912,64
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2011				-1.180,10		-1.180,10
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2012				-1.732,54		-1.732,54
<b>B) CAMBIOS OCURRIDOS EN EL EJERCICIO (1 + 2 + 3 + 4)</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>556,52</b>	<b>932,59</b>	<b>1.738,32</b>	<b>3.227,43</b>
<b>C) SALDOS AL FINAL DEL EJERCICIO 2012 (A + B)</b>	<b>1.000,00</b>	<b>950,00</b>	<b>12.568,59</b>	<b>2.112,69</b>	<b>7.299,78</b>	<b>23.931,07</b>

Las variaciones reflejadas en este cuadro ya se han explicado en las notas del balance y de la cuenta de resultados que hacen referencia a las provisiones (nota 27 del balance), cuentas de revalorización (nota 28 del balance), capital (nota 29 del balance), reservas (nota 30 del balance) y beneficio del ejercicio (nota 31 del balance y nota 15 de la cuenta de resultados).

#### 4 INFORMACIÓN ESPECÍFICA REQUERIDA POR EL ARTÍCULO 4.2 DE LA LEY DE AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA, DE 1 DE JUNIO DE 1994

##### 4.1 Aportación efectuada por el Banco al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito

Con fecha 15 de octubre de 2011 entró en vigor el Real Decreto Ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y se declara la disolución de los tres fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito existentes hasta entonces. La aportación del Banco de España al Fondo de Garantía de Depósitos continúa regulada por el artículo 3 del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, donde las referencias a los fondos disueltos se entenderán realizadas al nuevo fondo.

El Real Decreto 2606/1996 estableció que el Fondo de Garantía de Depósitos, solo excepcionalmente, «podrá nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2012, 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 2012, 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 2012	Tipo de interés percibido (%)	Tipo de interés de referencia (%)	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	2.050,66	—	0,88	18,05
Préstamos para vivienda y anticipos a empleados	39,77	0,12	0,88	0,30
Préstamos para vivienda	6,53	0,75	0,88	0,01
Anticipos reintegrables	33,24	—	0,88	0,29
<b>TOTAL</b>	<b>2.090,43</b>	<b>—</b>	<b>0,88</b>	<b>18,35</b>

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 2012 se pagaron dos cuotas del primero de los créditos citados (la correspondiente al año en curso más la última

viva del calendario de amortización original), junto con las cuotas correspondientes al año en curso de los otros dos, 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 2012 el Tesoro abonó al Banco de España la cantidad de 541,74 millones de euros, precio efectivo de mercado de la deuda amortizada en esa fecha.



Deloitte S.L.  
Plaza Pablo Ruiz Picasso, 1  
Torre Picasso  
28020 Madrid  
España  
Tel.: +34 915 14 50 00  
Fax: +34 915 14 51 80  
www.deloitte.es

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 2012, la cuenta de resultados y la memoria explicativa correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha.

#### Responsabilidad sobre las Cuentas Anuales

La Comisión Ejecutiva del Banco de España es responsable de organizar el Banco y efectuar el nombramiento de los directores generales del mismo. De acuerdo con lo establecido en el Reglamento Interno del Banco de España, la Dirección General de Servicio es responsable de la elaboración de las cuentas anuales de acuerdo con las normas y principios contables internos del Banco de España, que se indican en la Nota 3.1. de la memoria explicativa adjunta, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales. Esta responsabilidad, ejercida a través de la Intervención General, incluye la fiscalización de las operaciones y, por tanto, el diseño, implantación y mantenimiento de los controles internos relevantes necesarios para la preparación y adecuada presentación de las cuentas anuales libres de errores materiales, debidos a fraude o error, seleccionando y aplicando normas contables adecuadas y haciendo las estimaciones que se consideren razonables en virtud de las circunstancias (véase Nota 3.1.3 de la memoria explicativa adjunta). Conforme a lo establecido en el artículo 21. g) de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, dichas cuentas anuales son formuladas por el Consejo de Gobierno del Banco de España.

#### Responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría, que requieren que cumplamos determinados requisitos éticos y que planifiquemos y realicemos la auditoría de forma que obtengamos una seguridad razonable de que las cuentas anuales están libres de errores o irregularidades significativos.

Una auditoría conlleva la aplicación de procedimientos encaminados a obtener evidencia justificativa de los importes y desgloses incluidos en las cuentas anuales. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor, que incluye la evaluación de los riesgos de que se produzcan errores o irregularidades significativos 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 2012 adjuntas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera del Banco de España al 31 de diciembre de 2012 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha, de conformidad con las normas y los 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.

DELOITTE, S.L.

Miguel Ángel Bailón

24 de mayo de 2013

Deloitte S.L. inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, tomo 13.650, sección 8ª, folio 188, hoja M-54414, inscripción 96ª. C.I.F.: B-79104469.  
Domicilio social: Plaza Pablo Ruiz Picasso, 1, Torre Picasso, 28020, Madrid.

Member of Deloitte Touche Tohmatsu

## 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.<sup>a</sup> 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 2012.

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 2012, 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 2012, 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 2012 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 8 de mayo de 2013.



ÁNGEL LUIS LÓPEZ ROA



CARMEN ALONSO LEDESMA



MAXIMINO CARPIO GARCÍA



## ANEJO LEGISLATIVO

Al igual que en informes anteriores, se ofrece a continuación un resumen de las principales normas relativas al sistema financiero español, publicadas durante 2012 y el primer trimestre de 2013.

Las nuevas disposiciones aparecen ordenadas con un doble criterio. En primer lugar, 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.

En segundo lugar, se ofrece un catálogo sistemático de materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones entre enero de 2012 y marzo de 2013, especificando la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín Económico* donde fueron comentadas.

24.4.2013.





## 1 PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE ENERO DE 2012 HASTA MARZO DE 2013

### ENERO 2012

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2012 Y ENERO DE 2013.— Se publicó la *Orden ECC/41/2012, de 16 de enero*, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2012 y enero de 2013 y se delegan determinadas facultades en el secretario general del Tesoro y Política Financiera (BOE del 17), y las *Resoluciones de 18 y de 23 de enero de 2012, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera* (BOE del 23 y del 27), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y el mes de enero siguiente. En general, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes. Por tanto, se continúa emitiendo mediante subastas ordinarias y especiales (ofertas competitivas y no competitivas), así como mediante otros procedimientos.

En relación con las letras del Tesoro, como en años anteriores, se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2012 y enero de 2013. Al igual que en 2011, se contempla la subasta de letras a tres, seis, doce y dieciocho meses de forma regular y con periodicidad mensual, manteniéndose la agrupación de las emisiones en vencimientos mensuales para facilitar su liquidez. Respecto a los bonos y obligaciones del Estado, también se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2012 y enero de 2013, siendo los criterios y procedimientos de emisión, básicamente, los vigentes en 2011.

La Orden entró en vigor el 17 de enero de 2012, y las resoluciones el 19 y el 24 de enero de este año, respectivamente.

### FEBRERO 2012

BANCO DE ESPAÑA: CAMBIOS TEMPORALES EN LOS CRITERIOS DE ADMISIBILIDAD DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.— Se publicó la *Resolución de 15 de febrero de 2012, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España* (BOE del 17), sobre cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Banco de España. En este sentido, conforme a los acuerdos del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) de 9 de febrero de 2012, el Banco de España amplió temporalmente los criterios de admisibilidad de activos de garantía establecidos en las «Cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria», aprobadas por la Resolución de la Comisión Ejecutiva del Banco de España de 11 de diciembre de 1998.

De este modo, se admitirán como activos de garantía de las operaciones de política monetaria los préstamos al corriente de pago a empresas no financieras y a organismos del sector público, que no sean hipotecarios, denominados en euros o en otras de las principales divisas, cuyo riesgo de crédito estimado, según la valoración realizada por el Banco de España a partir de fuentes fiables, tenga una probabilidad de impago igual o inferior al 0,4 % en un horizonte temporal de un año. En un momento posterior, podrán también ser admitidos los préstamos anteriores que cumplan ciertas condiciones adicionales.

La Resolución entró en vigor el 17 de febrero de 2012.

SANEAMIENTO DEL SECTOR FINANCIERO.— Se publicó el *Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero* (BOE del 4), de saneamiento del sector financiero. La norma pretende conseguir

tres objetivos: 1) el saneamiento de los balances de las entidades de crédito, afectados negativamente por el deterioro de sus activos vinculados al sector inmobiliario; 2) la creación de incentivos que propicien un ajuste adecuado y eficiente del exceso de capacidad, y 3) el fortalecimiento de la gobernanza de las entidades resultantes de los procesos de integración. A continuación se hace un resumen sucinto de las normas más relevantes del Real Decreto Ley.

MEDIDAS PARA  
EL SANEAMIENTO  
DE LOS BALANCES DE LAS  
ENTIDADES DE CRÉDITO

Respecto a la actividad en España de las entidades de crédito, se establecen nuevas provisiones y mayores exigencias de recursos propios para cubrir el deterioro de las financiaciones y de los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias existentes a final del año 2011. Se trata de un saneamiento específico y extraordinario de una cartera concreta de activos y, por tanto, no afecta a los nuevos créditos para promoción inmobiliaria que se concedan con posterioridad al 31 de diciembre de 2011, excepto si son refinanciaciones de préstamos preexistentes.

Por otro lado, se introducen exigencias adicionales de recursos propios. Así, según la normativa anterior, las entidades de crédito debían contar, con carácter general, con un capital principal de, al menos, el 8 % de sus exposiciones totales ponderadas por riesgo. A partir de la entrada en vigor de la norma, para las financiaciones y para los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias especiales deben contar con un exceso adicional por el importe que resulte de los cálculos previstos en el anejo II del Real Decreto Ley.

PROCESOS DE INTEGRACIÓN

Las entidades de crédito que lleven a cabo estos procesos durante el ejercicio 2012 dispondrán de 12 meses desde la autorización de la operación de integración para dar cumplimiento a los requerimientos previstos anteriormente. También podrán acogerse a este régimen aquellos iniciados a partir del 1 de septiembre de 2011, debiendo cumplir ciertos requisitos establecidos en la norma.

POLÍTICA DE REMUNERACIONES  
EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO  
QUE RECIBAN APOYO  
FINANCIERO PÚBLICO  
PARA SU SANEAMIENTO O  
REESTRUCTURACIÓN

En cuanto a las entidades de crédito participadas mayoritariamente por el FROB, los administradores y los directivos no percibirán, durante el ejercicio 2012, retribución variable ni beneficios discrecionales de pensiones. La retribución variable correspondiente a los ejercicios en los que subsista el apoyo financiero público, de los administradores y directivos de entidades que, sin hallarse mayoritariamente participadas por el FROB, hayan recibido apoyo financiero de este, se diferirá tres años y estará condicionada a la obtención de los resultados que justifiquen su percepción, conforme al cumplimiento del plan elaborado en su día para la obtención del citado apoyo, circunstancia cuya concurrencia deberá ser apreciada por el Banco de España.

REFORMAS DEL FROB

Se introducen las siguientes: 1) se reduce de cinco a tres años el plazo máximo de desinversión que tiene el FROB para los títulos representativos del capital adquiridos a las entidades emisoras mediante su enajenación a través de los procedimientos competitivos establecidos en la normativa anterior; 2) se suprime la posibilidad que tenía el FROB de desinvertir, en el plazo de uno o dos años, los títulos representativos del capital adquiridos a las entidades emisoras a favor de terceros inversores propuestos por la entidad beneficiaria de su actuación; 3) se amplían los instrumentos que puede adquirir el FROB en el marco de las medidas de apoyo a procesos de integración de entidades de crédito, y 4) se establece expresamente que los títulos emitidos y adquiridos por el FROB sean computables como recursos propios básicos y como capital principal.

MODIFICACIONES DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS CAJAS DE AHORROS QUE REALIZAN LA ACTIVIDAD FINANCIERA A TRAVÉS DE UNA ENTIDAD BANCARIA

Se producen ciertas modificaciones en el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, en relación con el régimen establecido para aquellas que realizan el ejercicio indirecto de la actividad financiera a través de una entidad bancaria. Entre otras: 1) se simplifica su estructura organizativa, reduciendo los órganos de gobierno a la asamblea general; 2) se ajusta el número de miembros de los órganos de gobierno, así como la periodicidad de sus sesiones atendiendo a la dimensión económica y a la actividad de la entidad; 3) se establece un límite a la disposición de los excedentes que obtengan las cajas de ahorros, y 4) se introducen disposiciones para simplificar el funcionamiento, la periodicidad y la forma de convocatoria de las asambleas generales.

TRANSFORMACIÓN DE UNA CAJA DE AHORROS EN UNA FUNDACIÓN DE CARÁCTER ESPECIAL

Se introduce un nuevo supuesto para que las cajas de ahorros pierdan su condición de entidades de crédito y se transformen en una fundación especial. A partir de la entrada en vigor de la norma, pierden tal condición cuando la caja reduzca su participación de modo que no alcance el 25 % de los derechos de voto de la entidad bancaria, aunque mantenga una posición de control. Estos supuestos también son de aplicación a las cajas de ahorros que, de forma concertada, ejerzan en exclusiva su objeto como entidades de crédito a través de una entidad bancaria controlada conjuntamente por todas ellas, formando un sistema institucional de protección (SIP).

OTRAS NOVEDADES

Se modifican ligeramente las características que deben reunir, para formar parte del capital principal, los instrumentos obligatoriamente convertibles en acciones ordinarias contemplados por la disposición transitoria tercera del Real Decreto Ley 2/2011. El cambio esencial es que se permite alargar, desde 2014 a 2018, el momento en que deben convertirse necesariamente en acciones ordinarias. Además, se permite que su ratio de conversión no sea fija desde el principio, siempre que esté predeterminado el nominal máximo que se debe entregar.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 4 de febrero de 2012.

**RÉGIMEN SOBRE LAS TRANSACCIONES CON EL EXTERIOR: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA.**— Se publicó la *CBE 1/2012, de 29 de febrero* (BOE del 6 de marzo), sobre normas para la comunicación de las transacciones económicas con el exterior, que sustituye a la *CBE 15/1992, de 22 de julio*, sobre normas para la comunicación al Banco de España de las operaciones entre residentes y no residentes, y a la *CBE 1/1994, de 25 de febrero*, sobre cuentas de no residentes abiertas en España, y operaciones con billetes y efectos. Su finalidad es adaptar las normas de comunicación al Banco de España de dichas operaciones por parte de las entidades registradas al nuevo régimen de declaración de las transacciones económicas con el exterior, establecido en el Real Decreto 1360/2011, de 7 de octubre.

Las entidades registradas que estuviesen obligadas a facilitar la información requerida en las *CBE 15/1992, de 22 de julio*, y *1/1994, de 25 de febrero*, deberán seguir declarándola hasta la correspondiente al 31 de diciembre de 2013 (fecha en la que quedan derogadas), junto con las nuevas obligaciones establecidas en la *CBE 1/2012*.

**ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVADA.**— Se publicó la *CBE 2/2012, de 29 de febrero* (BOE del 6 de marzo) (corrección de errores, BOE del 14), por la que se modifica la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. Su finalidad es adaptarla a los requerimientos establecidos en el

Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. La norma establece que los activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas por las entidades de crédito y que cuenten con una antigüedad en balance superior a 36 meses deben tener un porcentaje de cobertura de, al menos, el 40 %.

Se modifica, asimismo, la composición de las clases de riesgo en que deben clasificarse las operaciones incluidas en la categoría de riesgo normal para incluir dentro de la categoría de «riesgo medio-alto» a las financiaciones y a los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias, aun cuando cuenten con garantía real.

La Circular entró en vigor el 7 de marzo de 2012.

MEDIDAS URGENTES PARA LA REFORMA DEL MERCADO LABORAL.— Se publicó el *Real Decreto Ley 3/2012, de 10 de febrero* (BOE del 11), de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral. Desde del punto de vista de la regulación financiera, el Real Decreto Ley, en su disposición adicional séptima, viene a complementar lo dispuesto en el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, respecto al establecimiento de un régimen específico de remuneraciones aplicable a los administradores y directivos de entidades de crédito que reciban apoyo financiero público para su saneamiento y reestructuración. Concretamente, se establecen ciertas limitaciones en las indemnizaciones que se han de percibir por terminación de sus contratos, y se introducen supuestos adicionales en relación con la extinción/suspensión del contrato de administradores o directivos de entidades de crédito por razón de imposición de sanciones.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 12 de febrero de 2012.

## MARZO 2012

FACULTADES DE LAS AUTORIDADES EUROPEAS DE SUPERVISIÓN: MODIFICACIÓN DE DETERMINADAS NORMAS FINANCIERAS.— Se publicó el *Real Decreto Ley 10/2012, de 23 de marzo* (BOE del 24), por el que se modifican determinadas normas financieras en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión. Su finalidad es adaptar el esquema nacional de supervisión al nuevo marco europeo de supervisión, de forma que nuestro país actúe de manera coordinada con las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión, así como con el resto de Estados miembros.

Las novedades más relevantes son las siguientes: 1) se introduce la obligación de cooperación de las autoridades supervisoras españolas de las diferentes entidades financieras (Banco de España, CNMV y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones) con sus homólogas europeas (Autoridad Bancaria Europea, Autoridad Europea de Valores y Mercados, y Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, respectivamente), así como con la Junta Europea de Riesgo Sistémico, y 2) se debe facilitar a dichas autoridades toda la información que necesiten para el desempeño de sus funciones, otorgadas por la normativa europea.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 24 de marzo de 2012.

MEDIDAS URGENTES DE PROTECCIÓN DE DEUDORES HIPOTECARIOS SIN RECURSOS.— Se publicó el *Real Decreto Ley 6/2012, de 9 de marzo* (BOE del 10), de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos. Tiene por objeto establecer medidas conducentes a procurar la reestructuración de la deuda hipotecaria de quienes padecen extraordinarias dificultades para atender su pago, así como mecanismos de flexibilización de los procedimientos de ejecución hipotecaria.

MEDIDAS CONDUCENTES  
A PROCURAR  
LA REESTRUCTURACIÓN  
DE LA DEUDA HIPOTECARIA

El modelo de protección diseñado gira en torno a la elaboración de un código de buenas prácticas (en adelante, el Código) para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual, que se complementa con la adopción de un conjunto de medidas fiscales. Al Código podrán adherirse, voluntariamente, las entidades de crédito y demás entidades que, de manera profesional, realizan la actividad de concesión de préstamos o créditos hipotecarios. Se aplicará a los deudores que se encuentren situados dentro del umbral de exclusión (en los términos en que lo define el Real Decreto Ley) que tengan préstamos o créditos concedidos para la compraventa de viviendas, cuyo precio de adquisición no hubiera excedido de ciertos tramos de valores y que estén vigentes a la fecha de su entrada en vigor.

PROCEDIMIENTOS  
DE EJECUCIÓN HIPOTECARIA

Por otra parte, el Real Decreto Ley introduce, básicamente, dos novedades en relación con los procedimientos de ejecución hipotecaria de la vivienda habitual del deudor, que serán de aplicación general, incluyendo al colectivo sujeto al Código. El primero tiende a simplificar el procedimiento de ejecución extrajudicial, y el segundo amplía las ayudas a los inquilinos previstas en el Plan de Vivienda y Rehabilitación 2009-2011 a las personas que hubieran sido objeto de una resolución judicial de lanzamiento como consecuencia de procesos de ejecución hipotecaria.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 11 de marzo de 2012.

**MEDIDAS TRIBUTARIAS Y ADMINISTRATIVAS DIRIGIDAS A LA REDUCCIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO.**— Se publicó el *Real Decreto Ley 12/2012, de 30 de marzo* (BOE del 31), por el que se introducen diversas medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público. La norma complementa las medidas recogidas en el Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados.

En lo relativo al sistema financiero, se establece para el ICO —a efectos de determinación y control de sus recursos propios mínimos— una ponderación de riesgo del 20 % para las exposiciones frente a las entidades financieras de los Estados miembros de la Unión Europea, cualquiera que sea su vencimiento original o residual.

El grueso del resto de las medidas se centra en el ámbito del impuesto sobre sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo. En concreto, para los períodos impositivos de los años 2012 y 2013 se introducen ciertas modificaciones, como son las siguientes: 1) la reducción del límite anual máximo de la deducción del fondo de comercio; 2) la reducción del límite anual máximo de la deducción de la diferencia entre el precio de adquisición de la participación por parte de la entidad adquirente y los fondos propios de la entidad transmitente; 3) la reducción del límite máximo de las deducciones para incentivar la realización de determinadas actividades, y 4) el establecimiento de un importe mínimo del pago fraccionado para los sujetos pasivos cuyo importe neto de la cifra de negocios en los doce meses anteriores sea, al menos, de 20 millones de euros.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 31 de marzo de 2012.

**MECANISMO EXTRAORDINARIO DE FINANCIACIÓN PARA EL PAGO A LOS PROVEEDORES DE LAS ENTIDADES LOCALES Y DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS.**— Se publicó el *Real Decreto Ley 4/2012, de 24 de febrero* (BOE del 25), por el que se determinan

obligaciones de información y procedimientos necesarios para establecer un mecanismo de financiación para el pago a los proveedores de las entidades locales, y el *Real Decreto Ley 7/2012, de 9 de marzo* (BOE del 10), por el que se crea el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, modificado este último por el *Real Decreto Ley 10/2012, de 23 de marzo* (BOE del 24).

El Real Decreto Ley 4/2012 tiene por objeto habilitar las condiciones necesarias para permitir que las entidades locales puedan cancelar las obligaciones pendientes de pago con sus proveedores, derivadas de la contratación de obras, suministros o servicios, mediante el establecimiento de un mecanismo extraordinario de financiación, al que también pueden acogerse las Comunidades Autónomas. Por su parte, el Real Decreto Ley 7/2012 crea el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores y regula las condiciones de ejecución de las operaciones destinadas al pago de las obligaciones pendientes de las entidades locales y, en su caso, de las Comunidades Autónomas que se hayan acogido al citado mecanismo de financiación.

El Real Decreto Ley 4/2012 y el Real Decreto Ley 7/2012 entraron en vigor el 26 de febrero y el 11 de marzo de 2012, respectivamente.

**SOCIEDADES DE CAPITAL: SIMPLIFICACIÓN DE LAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN Y DE DOCUMENTACIÓN DE LAS FUSIONES Y DE LAS ESCISIONES.** — Se publicó el *Real Decreto Ley 9/2012, de 16 de marzo* (BOE del 17), sobre simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital, por el que se modifican el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Como novedades más significativas cabe reseñar las siguientes: 1) se potencian el sitio web y las comunicaciones electrónicas, haciéndose obligatoria su creación en las sociedades cotizadas; 2) se permite que el balance de fusión pueda ser sustituido por el informe financiero semestral si se trata de sociedades anónimas cotizadas, y se garantiza el derecho de oposición de los acreedores a la fusión en relación con los créditos existentes antes del depósito del proyecto de fusión en el Registro Mercantil; 3) se establecen nuevos supuestos en los que no resulta necesario el informe elaborado por expertos independientes para valorar las aportaciones no dinerarias en la constitución o en los aumentos de capital de las sociedades anónimas, y 4) se introducen ciertas modificaciones en la redacción de las normas relativas al derecho de separación de los socios en los casos de fusión transfronteriza, y de traslado al extranjero del domicilio social.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 18 de marzo de 2012.

**FICHEROS DE DATOS DE CARÁCTER PERSONAL GESTIONADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA.** — Se publicó la *CBE 3/2012, de 28 de marzo* (BOE del 7 de abril), por la que se crean, modifican y suprimen ficheros de datos de carácter personal gestionados por el Banco de España. Ello implica la modificación de las circulares 2/2005, de 25 de febrero; 4/2008, de 31 de octubre, y 1/2011, de 26 de enero.

Las novedades más importantes desde el punto de vista de la regulación financiera son: 1) la creación de los ficheros «Miembros de colegios de supervisores» e «Infraestructura de clave pública, Sistema Europeo de Bancos Centrales», cuyas descripciones, que figuran en el anejo de dicha circular, se incorporan al anejo I de la CBE 2/2005, de 25 de

febrero, y 2) la supresión del fichero «Cambios de moneda extranjera», cuyos datos son incorporados al fichero «Operaciones de efectivo», modificado por esta norma.

La Circular entró en vigor el 7 de abril de 2012.

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: NORMAS COMPLEMENTARIAS AL REGLAMENTO COMUNITARIO.— Se publicaron varios reglamentos delegados de la Comisión Europea que complementan la normativa de las agencias de calificación crediticia (ACC) recogida en el Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre. Son los siguientes: el *Reglamento Delegado 446/2012, de la Comisión, de 21 de marzo* (DOUE del 30 de mayo), que introduce determinadas normas técnicas acerca del contenido y el formato de los informes periódicos sobre los datos relativos a las calificaciones que deberán presentar las ACC a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM); el *Reglamento Delegado 447/2012, de la Comisión, de 21 de marzo* (DOUE del 30 de mayo), que establece una serie de normas técnicas aplicables a la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación crediticia; el *Reglamento Delegado 448/2012, de la Comisión, de 21 de marzo* (DOUE del 30 de mayo), que completa el Reglamento 1060/2009 en lo relativo a las normas técnicas aplicables a la presentación de la información que las ACC deberán comunicar a un registro central establecido por la AEVM, y el *Reglamento Delegado 449/2012, de la Comisión, de 21 de marzo* (DOUE del 30 de mayo), que establece ciertas normas en relación con la información que deben proporcionar las ACC a la AEVM en sus solicitudes de registro y certificación.

Los reglamentos delegados entraron en vigor el 19 de junio de 2012, salvo el 446/2012, que lo hizo el 30 de noviembre de 2012.

## ABRIL 2012

RÉGIMEN SOBRE LAS TRANSACCIONES ECONÓMICAS CON EL EXTERIOR: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA.— Se publicó la *CBE 4/2012, de 25 de abril* (BOE del 4 de mayo), sobre normas para la comunicación por los residentes en España de las transacciones económicas y los saldos de activos y pasivos financieros con el exterior. La Circular deroga, a partir del 1 de enero de 2014, las circulares 6/2000, de 31 de octubre, y 3/2006, de 28 de julio, así como determinados apartados de la 2/2001, de 18 de julio.

El cambio sustancial en relación con la normativa anterior es que la información por parte de los titulares residentes de esas operaciones, a partir de la entrada en vigor de la norma, deberá proporcionarse mediante su declaración directa al Banco de España. Además, se establecen nuevas periodicidades y plazos de envío de la información —que deberá remitirse por medios telemáticos—, que varían en función del importe que alcancen las transacciones con no residentes y de los saldos de activos y pasivos frente al exterior.

Finalmente, los residentes que estuviesen obligados a facilitar la información requerida de acuerdo con las circulares 6/2000, de 31 de octubre, y/o 3/2006, de 28 de julio, deberán seguir facilitándola y declarándola hasta la correspondiente al 31 de diciembre de 2013, sin perjuicio del cumplimiento de las obligaciones establecidas en esta norma.

La Circular entró en vigor el 1 de enero de 2013.

## MAYO 2012

SANEAMIENTO Y VENTA DE LOS ACTIVOS INMOBILIARIOS DEL SECTOR FINANCIERO.— Se publicó el *Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo* (BOE del 12), sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, en la misma línea marcada por el *Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero*. A continuación se hace un resumen sucinto de los aspectos más relevantes del Real Decreto Ley.

## NUEVAS PROVISIONES

Se establecen unos requerimientos adicionales para el deterioro de las financiaciones vinculadas con la actividad inmobiliaria calificados como riesgo normal, que se realizarán de una sola vez, pero de manera diferenciada en función de las diversas clases de financiaciones. Así, para la financiación de construcción o promoción inmobiliaria con garantía hipotecaria, a partir de la entrada en vigor de la norma, el porcentaje de cobertura obligatorio se ampliará en 45 puntos porcentuales (pp) para el suelo (pasando del 7 % al 52 %); en 22 pp para la promoción en curso (pasando del 7 % al 29 %), y en 7 pp para la promoción terminada (pasando del 7 % al 14 %). En caso de que la financiación de construcción o promoción inmobiliaria no cuente con garantía real, el porcentaje se ampliará en 45 pp en cualquiera de los supuestos antes mencionados (pasando del 7 % al 52 %). Estas nuevas exigencias, al igual que las anteriores, debieron cumplirse antes del 31 de diciembre de 2012, salvo para aquellas entidades que durante 2012 llevaron a cabo procesos de integración, que dispondrán de 12 meses a partir de la autorización de dichos procesos.

## SOCIEDADES PARA LA GESTIÓN DE ACTIVOS

Con el fin de aislar y dar salida en el mercado a los activos inmobiliarios, el Real Decreto Ley prevé la constitución de sociedades de capital a las que las entidades de crédito deberán aportar todos los inmuebles adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionadas con el suelo, construcción y promoción inmobiliaria.

En el caso de las entidades de crédito que estuvieran mayoritariamente participadas por el FROB o regidas por un administrador provisional designado por el FROB, será este quien decida si la entidad de crédito debe o no constituir dicha sociedad. En el supuesto de las entidades de crédito que hayan recibido apoyo financiero del FROB, el objeto social exclusivo de las sociedades a las que aporten sus activos será la administración y enajenación, ya sea de forma directa o indirecta, de dichos activos. Además, estarán obligadas a enajenar anualmente, al menos, un 5 % de sus activos a un tercero distinto de la entidad de crédito aportante o de cualquier sociedad de su grupo.

## RÉGIMEN FISCAL DE LAS OPERACIONES DE APORTACIÓN DE ACTIVOS A SOCIEDADES PARA LA GESTIÓN DE ACTIVOS

El régimen fiscal establecido para las operaciones de aportación de activos a estas sociedades es el de las fusiones, escisiones, aportaciones de activos, canje de valores y cambio de domicilio social de una sociedad europea o una sociedad cooperativa europea de un Estado miembro a otro de la Unión Europea. Además, se introducen ciertos incentivos fiscales, siempre que se cumplan determinadas condiciones. Así, por ejemplo, están exentas en un 50 % las rentas positivas derivadas de la transmisión de bienes inmuebles de naturaleza urbana que se hubieran adquirido de manera onerosa desde la entrada en vigor de este real decreto ley y hasta el 31 de diciembre de 2012, y de un 50 % las ganancias patrimoniales obtenidas sin mediación de establecimiento permanente en España, derivadas de la enajenación de bienes inmuebles urbanos adquiridos durante ese período.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 12 de mayo de 2012.

Posteriormente, en octubre de 2012 se publicó la Ley 8/2012, de 30 de octubre, que eleva a rango de ley las disposiciones contenidas en este real decreto ley, a la vez que introduce otras medidas en el ámbito financiero.

**ENTIDADES DE DINERO ELECTRÓNICO: DESARROLLO DE LA NUEVA NORMATIVA.** — Se publicó el *Real Decreto 778/2012, de 4 de mayo* (BOE del 5), de régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico (en adelante, EDE), que desarrolla la Ley 21/2011, de 26 de julio, que estableció un nuevo marco regulador de las EDE y de la emisión de dinero electrónico.



Las novedades más relevantes son las siguientes: 1) se desarrolla un régimen jurídico más apropiado en relación con los riesgos que su actividad puede generar, perdiendo la condición de entidad de crédito, dado que no pueden aceptar depósitos del público ni otorgar créditos con los fondos recibidos del público; 2) se permite que realicen otras actividades económicas, además de la emisión de dinero electrónico, que anteriormente era su única actividad; 3) se establecen ciertos requisitos de garantía y de requerimientos de recursos propios, que son similares a los de las entidades de pago; 4) se desarrolla la actividad transfronteriza de las EDE, a las que, de no estar sometidas a excepciones regulatorias, se les otorga el «pasaporte comunitario», manteniéndose el sistema de autorización previa por el Banco de España cuando esta abarque a terceros países; 5) se les permite que realicen, a través de agentes (es decir, personas físicas o jurídicas que actúen en su nombre), la distribución y reembolso de dinero electrónico, y, en su caso, la prestación de servicios de pago, pero de ningún modo podrán emitir dinero electrónico por intermediación de ellos, y 6) se introduce el concepto de EDE híbridas, definidas como aquellas que realizan, además de la emisión de dinero electrónico y la prestación de servicios de pago, cualquier otra actividad económica.

El Real Decreto entró en vigor el 6 de mayo de 2012.

REGLAMENTO COMUNITARIO EN RELACIÓN CON LOS INSTRUMENTOS DE RIESGO COMPARTIDO PARA DETERMINADOS ESTADOS MIEMBROS.— Se publicó el *Reglamento 423/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de mayo* (DOUE del 23), que modifica el Reglamento 1083/2006, del Consejo, de 11 de julio, por el que se establecen las disposiciones generales relativas al Fondo Europeo de Desarrollo Regional, al Fondo Social Europeo y al Fondo de Cohesión, y se deroga el Reglamento 1260/1999.

El Reglamento introduce determinadas disposiciones relativas a los instrumentos de riesgo compartido. El Estado miembro que desee acogerse a uno de estos instrumentos deberá especificar en una solicitud por escrito a la Comisión, antes del 31 de agosto de 2013, los motivos por los que considera que cumple alguna de las condiciones de subvencionabilidad establecidas en el Reglamento. La Comisión deberá verificar que la información presentada por el Estado miembro solicitante es correcta y que la solicitud del Estado miembro está justificada, y debe tener competencia para adoptar, mediante un acto de ejecución y en un plazo de 4 meses a partir de la solicitud del Estado miembro, una decisión sobre los términos y las condiciones de la participación del Estado miembro solicitante en el instrumento de riesgo compartido.

El Reglamento entró en vigor el 23 de mayo de 2012.

## JUNIO 2012

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES, Y DE LA NORMATIVA DE LAS SOCIEDADES DE CAPITAL EN RELACIÓN CON LAS FUSIONES Y LAS ESCISIONES.— Se publicó la *Ley 1/2012, de 22 de junio* (BOE del 23), que deroga el Real Decreto Ley 9/2012, de 16 de marzo, sobre simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital. En relación con las OPA, el oferente debe aportar un informe de un experto independiente sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio ofrecido cuando dentro de los dos años anteriores al anuncio de la OPA concurren determinadas circunstancias. En las OPA obligatorias se modifican algunas de las medidas de neutralización que las sociedades pueden aplicar opcionalmente. Así, se rebaja del 75 % al 70 % el porcentaje que debe poseer el oferente para

evitar las restricciones a la transmisibilidad de valores o a los derechos de voto derivados de pactos parasociales.

La Ley entró en vigor el 24 de junio de 2012.

**PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2012.**— Se publicó la *Ley 2/2012, de 29 de junio* (BOE del 30), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2012. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados:

#### DEUDA DEL ESTADO

Se autoriza al Gobierno para que durante 2012 incremente el saldo vivo de la deuda del Estado, como máximo, en 35.325 millones de euros con respecto del nivel de primeros de año (43.626 millones de euros fue la limitación del presupuesto anterior). Dicho límite podrá ser sobrepasado durante el curso del ejercicio previa autorización del Ministerio de Economía y Competitividad, y estableciendo los supuestos en los que quedará automáticamente revisado.

#### FISCALIDAD

Por lo que se refiere al IRPF, se recoge el gravamen complementario a la cuota íntegra estatal en los ejercicios 2012 y 2013, establecido por el Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público. Por otro lado, se mantienen las compensaciones por la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes con la actual Ley del IRPF, regulada por la Ley 35/2006, de 28 de noviembre.

En el impuesto sobre sociedades, se recoge la regulación en materia de retenciones e ingresos a cuenta realizada por el Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre, que elevó del 19 % al 21 % el porcentaje de retención general de las rentas procedentes del arrendamiento o subarrendamiento de inmuebles urbanos. Asimismo, se actualizan en un 1 % los coeficientes de corrección monetaria aplicables en los supuestos de transmisión de elementos patrimoniales del activo fijo o de estos elementos que hayan sido clasificados como activos no corrientes mantenidos para la venta, que tengan la naturaleza de inmuebles. Finalmente, se regula la forma de determinar los pagos fraccionados del impuesto durante el ejercicio 2012.

En el impuesto sobre la renta de no residentes, se extiende la exención aplicable a los beneficios distribuidos por las sociedades filiales residentes en España a sus matrices residentes en otro Estado miembro de la Unión Europea a todos los Estados integrantes del Espacio Económico Europeo, con el propósito de ajustar la normativa interna al ordenamiento comunitario.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora, que se mantienen en el 4 % y en el 5 %, respectivamente.

La Ley entró en vigor el 1 de julio de 2012.

**TRANSPARENCIA Y PROTECCIÓN DEL CLIENTE DE SERVICIOS BANCARIOS: ACTUALIZACIÓN DE LA NORMATIVA.**— Se publicó la *CBE 5/2012, de 27 de junio* (BOE del 6 de julio), sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos, que desarrolla la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, en los términos que esta atribuye al Banco de España. Asimismo, recoge las obligaciones de información de los proveedores de servicios de pago que ofrezcan servicios de cambio de divisas.

Las novedades más reseñables de la norma son las siguientes: 1) mayores obligaciones de información de los servicios bancarios, ya que las entidades de crédito deben poner a disposición de los clientes las comisiones y los tipos de interés que habitualmente perciben por los servicios que prestan con mayor frecuencia, así como los gastos repercutidos en dichos servicios; 2) mayor diligencia en la información de los servicios bancarios, de forma que, antes de prestar cualquier servicio bancario, las entidades indicarán al cliente el importe de todas las comisiones y gastos que se le adeudarán y, después de ello, le ofrecerán la posibilidad de desistir de la operación; 3) obligación de facilitar al cliente, de forma gratuita, determinada información precontractual para que pueda adoptar una decisión informada sobre un servicio bancario a fin de que pueda comparar ofertas similares; 4) obligación de facilitar también de manera gratuita documentación contractual, que ahora se extiende a todos los servicios bancarios recibidos, con independencia de que el cliente solicite el correspondiente ejemplar en que se formalicen dichos servicios, y 5) la introducción de mejoras en las prácticas bancarias de concesión de préstamos y créditos, incorporando el concepto de «préstamo responsable» para que las entidades actúen honesta, imparcial y profesionalmente, atendiendo a la situación personal y financiera y a las preferencias y objetivos de sus clientes, y resaltando toda condición o característica de los contratos que no responda a dicho objetivo.

La Circular entró en vigor, con ciertas salvedades, el 6 de octubre de 2012.

POSICIONES CORTAS NETAS EN ACCIONES, DEUDA SOBERANA Y PERMUTAS DE COBERTURA POR IMPAGO SOBERANO DESCUBIERTAS: DESARROLLO REGLAMENTARIO DE LA NORMATIVA EUROPEA. — Se publicó el *Reglamento Delegado 826/2012, de la Comisión, de 29 de junio* (DOUE del 18 de septiembre), por el que se completa el Reglamento 236/2012, de 14 de marzo, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los requisitos de notificación y publicación relativos a las posiciones cortas netas, la información precisa que se facilitará a la AEVM sobre las posiciones cortas netas y el método de cálculo del efectivo negociado para determinar las acciones exentas.

Por otro lado, con arreglo a lo preceptuado en el Reglamento 236/2012, se publicó el *Reglamento de Ejecución 827/2012, de la Comisión, de 29 de junio* (DOUE del 18 de septiembre), por el que se establecen normas técnicas relativas a los medios de publicación de las posiciones netas en acciones; el formato de la información que deberá facilitarse a la AEVM; los tipos de acuerdos; los pactos y las medidas destinados a garantizar adecuadamente que las acciones o la deuda soberana estén disponibles para su liquidación, así como las fechas y los períodos de referencia para la determinación de la plataforma principal de negociación de una acción.

Ambos reglamentos entraron en vigor el 19 de septiembre de 2012 y, salvo alguna excepción, serán aplicables a partir del 1 de noviembre de ese año.

## JULIO 2012

TARGET2-SECURITIES: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA. — Se publicó la *Orientación BCE/2012/13, de 18 de julio* (DOUE del 11 de agosto), que actualiza y sustituye a la Orientación BCE/2010/2, de 21 de abril, sobre TARGET2-Securities. En particular, incorpora las disposiciones de la Decisión BCE/2012/6, de 29 de marzo, sobre la creación del Consejo de TARGET2-Securities, al tiempo que se deroga la Decisión BCE/2009/6, de 19 de marzo.

La Orientación entró en vigor el 20 de julio de 2012.

BANCO CENTRAL EUROPEO: INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN DE LAS OPERACIONES DE EFECTIVO EN EL EUROSISTEMA.— Se publicó la *Orientación BCE/2012/16, de 20 de julio* (DOUE del 11 de septiembre), relativa al intercambio de datos para servicios de caja.

La Orientación introduce el Sistema de Intercambio de Datos para Servicios de Caja (en inglés, DECS), con el objeto de profundizar en la armonización de los servicios de caja del Eurosistema. Está diseñado para aumentar la eficacia en los procesos de puesta en circulación y retirada de efectivo y el funcionamiento de su ciclo en la zona del euro. Asimismo, garantiza la intercambiabilidad de la información relativa a las operaciones en efectivo y las transferencias transfronterizas de billetes en euros entre BCN que utilizan diferentes sistemas de gestión de efectivo.

Los BCN prestarán la debida colaboración en el intercambio de información acerca del funcionamiento de DECS, y, en particular, en los casos en que un BCN se enfrente a litigios, ya planteados o posibles, puestos en marcha por clientes y que tengan su origen en operaciones tramitadas a través de DECS.

La Orientación entró en vigor el 1 de octubre de 2012.

CREADORES DE MERCADO DE LA DEUDA DEL ESTADO: NUEVA NORMATIVA.— Se publicó la *Resolución de 20 de julio 2012* (BOE del 26), de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (en adelante, el Tesoro), por la que se establecen las condiciones de actuación de los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España, derogando la anterior normativa recogida en la Resolución de 18 de noviembre de 2008, modificada posteriormente por la Resolución de 29 de noviembre de 2011.

Entre las novedades, cabe reseñar: 1) el aumento del coeficiente de premio en las segundas vueltas de las letras del Tesoro, que se iguala al de los bonos y obligaciones; 2) la modificación del plazo en el que se desarrollará la segunda vuelta de las subastas de bonos y obligaciones, que se desarrollará entre la resolución de la subasta y las doce horas del día hábil anterior al de su puesta en circulación (antes se desarrollaba entre la resolución de la subasta y las doce horas del segundo día hábil posterior al de la celebración de la subasta), y 3) la dotación al Tesoro de mayor flexibilidad a la hora de llevar a cabo la evaluación de los Creadores de Mercado, introduciendo la posibilidad de no penalizarlos cuando así lo considere oportuno.

La Resolución entró en vigor el 1 de agosto de 2012.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: NUEVO REGLAMENTO.— Se publicó el *Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio* (BOE del 20), por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, modificada por la Ley 31/2011, de 4 de octubre. A su vez, deroga el anterior Reglamento recogido en el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. Entre otros aspectos, la norma incorpora las modificaciones introducidas recientemente por la Ley 31/2011 en la Ley 35/2003, y avanza en la transposición de la normativa comunitaria.

Las novedades más reseñables son las siguientes: 1) se armoniza el cálculo de los recursos propios mínimos que deben contar las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) para el ejercicio de su actividad, conforme a la normativa comunitaria; 2) se establece un régimen de las políticas de gestión de riesgos y de conflictos de intereses similar al existente en otros países de la Unión Europea; 3) se refuerza la protección del inversor, introduciendo

un nuevo documento informativo, denominado «el documento con los datos fundamentales para el inversor», que sustituye al anterior folleto simplificado; 4) se refuerzan los mecanismos de cooperación, consulta, intercambio de información y secreto profesional entre las autoridades supervisoras competentes, similar a los establecidos para las entidades de crédito; 5) se introduce el pasaporte comunitario para la gestión transfronteriza de los fondos de inversión, y 6) se simplifica el régimen de comercialización transfronteriza dentro del ámbito de la Unión Europea.

El Real Decreto entró en vigor el 21 de julio de 2012.

**INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE OPERACIONES CON INSTRUMENTOS DERIVADOS Y DE OTROS ASPECTOS OPERATIVOS.**— Se publicó la *Circular 1/2012, de 26 de julio, de la CNMV* (BOE del 4 de agosto), por la que se modifican la *Circular 6/2010, de la CNMV, de 21 de diciembre*, sobre operaciones con instrumentos derivados y de otros aspectos operativos de las IIC; la *Circular 4/2008, de la CNMV, de 11 de septiembre*, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de las IIC y del estado de posición, y la *Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV*, sobre folletos explicativos de las IIC.

Las novedades más destacadas son: 1) la incorporación de los criterios y requisitos desarrollados en las «Directrices sobre medición de riesgos y estimación de la exposición global de ciertos tipos de OICVM estructuradas», publicadas por la AEMV el 28 marzo de 2012, y que resultan aplicables a las IIC con objetivo concreto de rentabilidad, y 2) la ampliación de la lista de los activos en que puedan materializarse las garantías o colaterales recibidos por la IIC para reducir el riesgo de contraparte, y los activos en los que la IIC podrá reinvertir el efectivo obtenido como garantía.

La Circular entró en vigor el 5 de agosto de 2012.

**REGLAMENTO COMUNITARIO RELATIVO A LOS DERIVADOS EXTRABURSÁTILES, LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL Y LOS REGISTROS DE OPERACIONES.**— Se publicó el *Reglamento 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio* (DOUE del 27), relativo a los derivados extrabursátiles, a las entidades de contrapartida central (ECC) y a los registros de operaciones.

Las novedades más importantes son: 1) se establece la obligación de compensación de ciertas categorías de los derivados extrabursátiles a través de una ECC y de notificación a los registros de operaciones; 2) se regula el pasaporte comunitario de las ECC, que se concederá únicamente para actividades relacionadas con la compensación, especificando los servicios o actividades que las ECC pueden prestar o realizar, incluidas las categorías de instrumentos financieros cubiertas por tal autorización; 3) al igual que las ECC, se introduce el pasaporte comunitario de los registros de operaciones, especificando los supuestos en los que se puede denegar o, en su caso, revocar dicha autorización, y 4) se determina el intercambio de toda la información necesaria entre la AEVM y la autoridad competente correspondiente para la supervisión del cumplimiento de los requisitos de inscripción y autorización en el Estado miembro en que esté establecida.

El Reglamento entró en vigor el 16 de agosto de 2012.

**MEDIDAS PARA GARANTIZAR LA ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA Y DE FOMENTO DE LA COMPETITIVIDAD.**— Se publicó el *Real Decreto Ley 20/2012, de 13 de julio*

(BOE del 14), de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad.

Desde el punto de vista de la regulación financiera y fiscal, se destacan los siguientes apartados: 1) se incorpora al ordenamiento jurídico un nuevo instrumento financiero, las cédulas de internacionalización, que son similares a las cédulas territoriales (son títulos de renta fija que podrán emitir las entidades de crédito, cuyo capital e intereses están especialmente garantizados por determinados activos); 2) en el ámbito del IRPF, se aumenta el porcentaje de retención por actividades profesionales y el ingreso a cuenta por ciertas rentas del trabajo, que pasa del 15 % al 19 % (con carácter transitorio, entre el 1 de septiembre de 2012 y el 31 de diciembre de 2013 el citado porcentaje será del 21 %), y se suprime la compensación fiscal por deducción en adquisición de vivienda habitual aplicable a los contribuyentes que adquirieron su vivienda antes del 20 de enero de 2006; 3) en el impuesto sobre sociedades, se reduce a las grandes empresas la compensación de bases imponibles negativas generadas en ejercicios anteriores, y se amplía la limitación de la deducción por gastos financieros, haciéndola extensiva a todas las empresas en general; 4) en los impuestos indirectos, desde el 1 de septiembre se aumenta el IVA general del 18 % al 21 %, el reducido del 8 % al 10 %, y se mantiene el tipo superreducido del 4 %, que afecta a bienes y servicios de primera necesidad.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 15 de julio de 2012.

MEDIDAS DE LIQUIDEZ PARA LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS Y EN EL ÁMBITO FINANCIERO.— Se publicó el *Real Decreto Ley 21/2012, de 13 de julio* (BOE del 14), de medidas de liquidez de las Administraciones Públicas y en el ámbito financiero.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados: 1) se exceptúa al Banco de España del deber de secreto profesional para que pueda facilitar a la Comisión Europea, al BCE, a la Autoridad Bancaria Europea, al FMI, a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y, en su caso, al Mecanismo Europeo de Estabilidad la información que sea necesaria para el adecuado desempeño de las funciones en el marco de la asistencia financiera para la recapitalización de las entidades financieras españolas; 2) se autoriza al FROB para suscribir los acuerdos y contratos que sean necesarios para la formalización y puesta a disposición del Estado y del propio FROB de la asistencia financiera que pueda recibir, directa o indirectamente a través del Estado, en efectivo o en valores de deuda; 3) se permite que el FROB pueda anticipar en forma de préstamo, en efectivo o en valores de deuda, el importe de los apoyos financieros que hubieran solicitado las entidades participantes en dichos procesos; 4) se autoriza a que el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito (FGD) pueda adoptar medidas tendentes a facilitar la asistencia financiera europea para la recapitalización de las entidades de crédito españolas, con ciertas limitaciones, y 5) se autoriza al Estado, hasta el 15 de diciembre de 2012, el otorgamiento de avales por un importe máximo de 55 mm de euros a las obligaciones económicas derivadas de las emisiones de bonos y obligaciones nuevas que realicen las entidades de crédito con domicilio social en España y que, a juicio del Banco de España, sean solventes y presenten necesidades coyunturales de liquidez.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 15 de julio de 2012.

AGOSTO 2012

BANCO CENTRAL EUROPEO: OPERACIONES DE FINANCIACIÓN Y ACTIVOS DE GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.— Se publicó la *Orientación BCE/2012/18, de 2 de agosto* (DOUE del 15), sobre medidas temporales adicionales relativas

a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía, por la que modifica la Orientación BCE/2007/9, del BCE, de 1 de agosto, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros.

La norma introduce nuevos activos que serán admisibles como garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema. En concreto: 1) los bonos de titulización que, sin cumplir los requisitos de evaluación de la calidad crediticia, cuenten con dos evaluaciones de, al menos, triple B en su fecha de emisión y en cualquier momento posterior, y cumplan ciertos requisitos adicionales; 2) los bonos de titulización cuyos activos subyacentes incluyan préstamos hipotecarios, préstamos a pymes o ambos, exigiendo que solo cuenten con dos evaluaciones de, al menos, triple B (sin necesidad de que cumplan otro tipo de requisitos); 3) los créditos que no cumplan los criterios de admisión del Eurosistema, en cuyo caso los BCN que decidan aceptarlos deberán establecer los criterios de admisión y las medidas de control del riesgo conforme a las leyes que rigen en el Estado miembro, sujetos a la autorización previa del Consejo de Gobierno del BCE, y 4) las obligaciones bancarias garantizadas por un Estado miembro sujeto a un programa de la Unión Europea/Fondo Monetario Internacional, o por un Estado miembro cuya valoración crediticia no alcance el requisito mínimo del Eurosistema para emisores y garantes de activos negociables.

La Orientación entró en vigor el 4 de agosto de 2012, y es aplicable a partir del 14 de septiembre de ese año.

**NUEVO MARCO DE REESTRUCTURACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO.** — Se publicó el *Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto* (BOE del 31), de reestructuración y resolución de entidades de crédito, que deroga el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, así como determinados apartados del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito; del Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, y del Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. Asimismo, introduce diversas modificaciones en un amplio número de disposiciones con rango de ley.

La norma incluye las siguientes medidas: 1) un nuevo marco reforzado de gestión de situaciones de crisis de entidades de crédito, que permitirá su reestructuración eficaz y, en caso necesario, su resolución ordenada (liquidación de la entidad); 2) una nueva regulación del FROB que delimita sus competencias y refuerza significativamente las herramientas de intervención en todas las fases de gestión de las crisis de las entidades; 3) un sistema de reparto entre el sector público y el privado del coste de los procesos de reestructuración y resolución de entidades; 4) el marco legal para la constitución de una sociedad de gestión de activos (SGA); 5) una mayor protección a los inversores minoristas; 6) un nuevo régimen de requerimientos de capital principal que deben cumplir las entidades (que alcanza tanto a su definición como a su nivel); 7) el traspaso de ciertas competencias al Banco de España; 8) nuevas funciones del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, y 9) nuevos límites a la remuneración de directivos de entidades de crédito que reciban apoyo financiero.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 31 de agosto.

Posteriormente, en noviembre de 2012 se publicó la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, que eleva a rango de ley las disposiciones contenidas en este real decreto ley, cuyos detalles se comentan más ampliamente.

POLÍTICA DE REMUNERACIONES EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO QUE RECIBAN APOYO FINANCIERO PÚBLICO PARA SU SANEAMIENTO O REESTRUCTURACIÓN.— Se publicó la *Orden ECC/1762/2012, de 3 de agosto* (BOE del 8), que desarrolla el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, en materia de remuneraciones en las entidades de crédito que reciban apoyo financiero público para su saneamiento o reestructuración.

Las limitaciones establecidas en dichas retribuciones se aplicarán desde el ejercicio 2012 y se levantarán una vez producido el saneamiento o reestructuración de la entidad de crédito, y así lo declare el Banco de España, previo informe del FROB, por considerar que ha cesado la participación mayoritaria o el apoyo financiero sobre la entidad.

Asimismo, se detallan las reglas para el cálculo de los límites de las retribuciones, y las aplicables en los procesos de integración de entidades. En este último caso, los directivos y administradores que no formen parte de la entidad participada mayoritariamente o apoyada por el FROB no quedarán afectados por las limitaciones establecidas en esta normativa.

La Orden entró en vigor el 9 de agosto de 2012.

## SEPTIEMBRE 2012

NUEVAS FACULTADES DE LAS AUTORIDADES EUROPEAS DE SUPERVISIÓN: MODIFICACIÓN DE DETERMINADAS NORMAS FINANCIERAS.— Se publicó el *Real Decreto 1336/2012, de 21 de septiembre* (BOE del 5 de octubre), por el que se modifican determinados reales decretos en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión (AES).

Las novedades más relevantes son las siguientes: 1) en relación con las altas y bajas de las entidades de crédito, además de inscribirse en el Registro Especial del Banco de España y publicarse en el BOE, se comunicarán a la Autoridad Bancaria Europea (ABE); 2) respecto a los colegios de supervisores promovidos por el Banco de España, la ABE podrá participar como considere adecuado con el fin de fomentar y controlar el funcionamiento eficiente, eficaz y coherente de dichos colegios, y 3) en el ámbito del mercado de valores, se establecen determinadas obligaciones de comunicación y de notificación de la CNMV a la AEVM.

El Real Decreto entró en vigor el 6 de octubre de 2012.

BANCO CENTRAL EUROPEO: BASE DE DATOS CENTRALIZADA DE VALORES.— Se publicó la *Orientación BCE/2012/21, de 26 de septiembre* (DOUE del 7 de noviembre), sobre el marco de gestión de la calidad de los datos para la Base de Datos Centralizada de Valores (CSDB, por sus siglas en inglés). La CSDB es una infraestructura informática única gestionada conjuntamente por los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), incluidos los BCN de los Estados miembros no pertenecientes al Eurosistema que voluntariamente participen en su gestión.

La Orientación establece un marco de gestión de calidad de datos (GCD) en la CSDB aplicable a los datos de salida, con el objeto de asegurar su integridad, exactitud y consistencia mediante la aplicación sistemática de ciertas reglas sobre criterios de calidad. Este marco de gestión también se basará en la gestión de las fuentes de los datos (GFD). Los BCN de los Estados miembros de la zona del euro en los que tengan su residencia emisores de valores serán competentes sobre la GCD referente a dichos emisores. Por su parte, el BCE será competente sobre la GCD referente a los emisores residentes fuera de la zona del euro, a menos que un BCN perteneciente a ella haya asumido esta responsabilidad.



La Orientación entró en vigor el 1 de noviembre de 2012, y será de aplicación a partir del 1 de julio de 2013.

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVADA. — Se publicó la *CBE 6/2012, de 28 de septiembre* (BOE del 2 de octubre), a entidades de crédito, de modificación de la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

La norma tiene como objetivo fundamental adaptar la CBE 4/2004 a lo dispuesto en el Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero. En este sentido, introduce las nuevas provisiones establecidas para las financiaciones relacionadas con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias correspondientes a la actividad en España de las entidades de crédito y que, a 31 de diciembre de 2011, estuviesen clasificadas como riesgo normal. También establece ciertos criterios de transparencia mínima sobre los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas con la información correspondiente de las sociedades para la gestión de estos activos que la entidad haya creado o de la que sea partícipe.

Por otro lado, aborda la inclusión de determinada información relacionada con las operaciones de refinanciación y reestructuración, así como con la concentración de riesgos tanto sectorial como geográficamente. Finalmente, conforme a estas novedades, la Circular modifica los estados reservados actualmente en vigor y añade algunos nuevos.

La Circular entró en vigor, con ciertas salvedades, el 3 de octubre de 2012.

## OCTUBRE 2012

BANCO CENTRAL EUROPEO: CAMBIOS TEMPORALES EN LOS CRITERIOS DE ADMISIBILIDAD DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA. — Se publicó la *Orientación BCE/2012/23, de 10 de octubre* (DOUE del 17), por la que se modifica la Orientación BCE/2012/18, de 2 de agosto, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía.

La norma amplía, temporalmente, como activos admisibles de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema a los activos de renta fija negociables denominados en libras esterlinas, yenes japoneses o dólares estadounidenses que cumplan las siguientes condiciones: 1) su emisión, tenencia o liquidación deberán tener lugar en la zona del euro; 2) el emisor estará establecido en el Espacio Económico Europeo (EEE), y 3) se cumplirán los restantes criterios de admisibilidad incluidos en el anejo I de la Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

La Orientación entró en vigor el 19 de octubre de 2012, y es aplicable desde el 9 de noviembre de ese año.

BANCO CENTRAL EUROPEO: ESTADÍSTICAS SOBRE CARTERAS DE VALORES. — Se publicó el *Reglamento n.º 1011/2012 del BCE (BCE/2012/24), de 17 de octubre* (DOUE del 1 de noviembre), relativo a las estadísticas sobre carteras de valores. Su finalidad es proporcionar al BCE información estadística sobre la exposición de los sectores económicos de los Estados miembros del Eurosistema a determinadas clases específicas de valores, así como las conexiones entre inversores y emisores de valores en dichos sectores.

La primera presentación que deberá efectuarse será la relativa a los datos de diciembre de 2013. El Reglamento entró en vigor el 21 de noviembre de 2012.

**MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA PARA LA INTENSIFICACIÓN DE LAS ACTUACIONES EN LA PREVENCIÓN Y LUCHA CONTRA EL FRAUDE.** — Se publicó la *Ley 7/2012, de 29 de octubre* (BOE del 30), de modificación de la normativa tributaria y presupuestaria y de adecuación de la normativa financiera para la intensificación de las actuaciones en la prevención y lucha contra el fraude.

Las novedades más importantes desde el punto de vista financiero y fiscal son las siguientes: 1) se establece una limitación, con carácter general, de 2.500 euros, o su contravalor en moneda extranjera, a los pagos en efectivo en operaciones en las que alguna de las partes intervinientes actúa en calidad de empresario o profesional; 2) se establece una nueva obligación de suministrar información sobre cuentas y valores situados en el extranjero de los que sean titulares, beneficiarios o figuren como autorizados, en los términos que reglamentariamente se establezcan; 3) se incluyen ciertas excepciones a la exención general del gravamen por el IVA o por el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados en las transmisiones de valores, admitidos o no a negociación en un mercado secundario oficial; 4) se introducen numerosas novedades en la Ley General Tributaria, destacando, entre otras, el nuevo tipo de infracción tributaria grave consistente en presentar autoliquidaciones o declaraciones informativas cuando estas se realizan sin atenerse a las obligaciones de presentación telemática; 5) en la imposición directa, se integran las ganancias no justificadas en la base liquidable general del período impositivo más antiguo entre los no prescritos susceptible de regularización por la Administración tributaria, y 6) en la imposición indirecta, concretamente en el IVA, se incorporan una serie de modificaciones, en especial en las operaciones inmobiliarias y en las situaciones en las que se ha producido una declaración de concurso.

La Ley entró en vigor el 31 de octubre de 2012, salvo la limitación de las operaciones en efectivo, que lo hizo el 19 de noviembre de ese año.

**SANEAMIENTO Y VENTA DE ACTIVOS INMOBILIARIOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO, Y OTRAS MEDIDAS EN EL ÁMBITO FINANCIERO.** — Se publicó la *Ley 8/2012, de 30 de octubre* (BOE del 31), sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero (en adelante, la Ley). La norma eleva a rango de ley las disposiciones contenidas en el Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero (que ahora se deroga), e introduce ciertas precisiones en el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero.

La Ley incorpora en su articulado las nuevas coberturas para las financiaciones y los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con la actividad inmobiliaria existentes a 31 de diciembre de 2011, correspondientes a la actividad en España de las entidades de crédito, clasificados como riesgo normal, que se realizarán de una sola vez, pero de manera diferenciada en función de las diversas clases de financiaciones. Las entidades de crédito que, durante el año 2012, lleven a cabo procesos de integración que supongan una transformación significativa de entidades que no pertenezcan a un mismo grupo disponen de 12 meses desde que obtienen la preceptiva autorización para el cumplimiento de las nuevas coberturas.

Como preveía el Real Decreto Ley 18/2012, la Ley 8/2012 establece la constitución de sociedades de capital a las que las entidades de crédito deben aportar todos los inmuebles

adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo, construcción y promoción inmobiliaria.

Las sociedades constituidas por entidades de crédito que hubieran recibido apoyo financiero del FROB tendrán como objeto social exclusivo la administración y enajenación, ya sea de forma directa o indirecta, de los activos aportados a ellas. Asimismo, estarán obligadas a enajenar anualmente, al menos, un 5 % de sus activos a un tercero distinto de la entidad de crédito aportante o de cualquier sociedad de su grupo. En el caso de entidades participadas mayoritariamente por el FROB, así como en el de entidades en las que el FROB haya sido designado administrador provisional, este decidirá si la entidad de crédito debe o no constituir una sociedad para la gestión de activos.

Las entidades de crédito deberán contar con bases de datos con la información necesaria para la gestión de los activos que deben aportar a la sociedad. Los requisitos que deben cumplir dichas bases han sido determinados por el Banco de España en la *CBE 8/2012, de 21 de diciembre* (BOE del 27). El contenido de las mismas, según su naturaleza, se detalla en anejo de la citada circular.

La Ley introduce el tratamiento excepcional de las participaciones preferentes en los términos recogidos por el Real Decreto Ley 18/2012. De esta forma, aquellas entidades de crédito que presenten déficit de recursos propios como consecuencia de la aplicación de las nuevas provisiones podían incluir en el plan de saneamiento la solicitud de diferir por un plazo no superior a 12 meses el pago de la remuneración prevista de las participaciones preferentes o instrumentos de deuda obligatoriamente convertibles en acciones que tuvieran en circulación antes del 12 de mayo de 2012 (fecha de entrada en vigor del Real Decreto Ley 18/2012) o canjeados por los anteriores. Transcurrido ese plazo, el pago de la remuneración solo podrá efectuarse cuando se disponga de beneficios o reservas distribuibles suficientes, y no exista un déficit de recursos propios en la entidad de crédito emisora o dominante.

Finalmente, se modifica la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, en lo referente a la renovación y cese de los órganos rectores. En concreto, se elimina el límite de edad para cesar en el cargo al gobernador, al subgobernador y a los consejeros no natos, que antes estaba establecido en los 70 años.

La Ley 8/2012 y la CBE 8/2012 entraron en vigor el 31 de octubre y el 28 de diciembre de 2012, respectivamente.

## NOVIEMBRE 2012

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA. — Se publicó la *Orientación BCE/2012/25, de 26 de noviembre* (DOUE del 18 de diciembre), por la que se modifica la Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema. Por su parte, se publicó la *Resolución de 26 de diciembre de 2012, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España* (BOE del 1 de enero), que modifica 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, con el fin de incorporar las novedades de la citada orientación.

La norma realiza una serie de actualizaciones en determinados asuntos, como los criterios de selección de los activos de garantía, incluidos los bonos de titulización y los bonos garantizados, los datos sobre el seguimiento del funcionamiento de los sistemas de

evaluación del crédito, y el cálculo de las penalizaciones pecuniarias en casos de incumplimiento de sus obligaciones por parte de las entidades de contrapartida en relación con las subastas, las operaciones bilaterales, el uso de los activos de garantía, los procedimientos de cierre del día o las condiciones de acceso a la facilidad marginal de crédito.

La Orientación entró vigor el 20 de diciembre de 2012 y es aplicable desde el 3 de enero de 2013.

**REESTRUCTURACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO: NUEVAS DISPOSICIONES Y OTRAS MODIFICACIONES EN EL ÁMBITO FINANCIERO.**— Se publicó la *Ley 9/2012, de 14 de noviembre* (BOE del 15), de reestructuración y resolución de entidades de crédito (en adelante, la Ley).

La norma eleva a rango de ley las disposiciones contenidas en el Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto, de reestructuración y resolución de entidades de crédito (que ahora deroga), con importantes novedades en la regulación de las SGA, y de los patrimonios separados de las SGA, que la Ley denomina «fondos de activos bancarios» (FAB). Por otro lado, la Ley aprovecha para introducir diversas modificaciones en un amplio número de disposiciones dentro del ámbito financiero.

GESTIÓN DE SITUACIONES  
DE CRISIS DE ENTIDADES DE  
CRÉDITO

La Ley incorpora el nuevo régimen jurídico introducido por el citado Real Decreto Ley 24/2012 para el tratamiento de situaciones de entidades con problemas, para el que se establecían tres niveles de gestión: 1) medidas de actuación temprana, previstas para las entidades de crédito que son viables, pero incumplen o previsiblemente no van a poder cumplir los requerimientos de solvencia, liquidez, estructura organizativa o control interno, aunque se encuentran en disposición de retornar a su cumplimiento por sus propios medios; 2) medidas de reestructuración, orientadas para las entidades que presentaban debilidades transitorias que podían ser superadas mediante apoyo financiero público, que debía ser reembolsado en un plazo de cinco años con una prórroga máxima de dos. La entidad debe presentar un plan de reestructuración en el que se concretarán las medidas previstas para asegurar su viabilidad a largo plazo, que debe ser aprobado por el Banco de España, y 3) resolución ordenada de entidades, prevista para las entidades de crédito que son inviables o previsiblemente van a serlo en un futuro próximo.

REFUERZO  
DE LAS COMPETENCIAS  
DEL FROB

Se designa al FROB como el encargado de gestionar los procesos de reestructuración y resolución de las entidades de crédito. Dispone de las dotaciones que se realicen con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. Adicionalmente, para el cumplimiento de sus fines el FROB puede captar financiación emitiendo valores de renta fija, recibir préstamos, solicitar la apertura de créditos y realizar cualesquiera otras operaciones de endeudamiento. Los recursos ajenos obtenidos por el FROB, cualquiera que sea la modalidad de su instrumentación, no deben sobrepasar el límite que se establezca en los Presupuestos Generales del Estado.

SISTEMA DE REPARTO  
DE LOS COSTES DE  
LA REESTRUCTURACIÓN  
O DE RESOLUCIÓN  
DE ENTIDADES DE CRÉDITO

La Ley incorpora el reparto de los costes de la reestructuración o de resolución de entidades establecido en el Real Decreto Ley 24/2012, introduciendo el mecanismo por el cual los titulares de instrumentos híbridos de capital (participaciones preferentes, obligaciones convertibles, bonos y obligaciones subordinadas o cualquier otra financiación subordinada obtenida por la entidad de crédito) podrán verse obligados a asumir parte de las pérdidas de una entidad en crisis. Dicho reparto se gestionará conforme a la normativa en materia de ayudas de Estado de la Unión Europea y a los objetivos y principios establecidos

en el Real Decreto Ley 24/2012 (proteger la estabilidad financiera y minimizar el uso de recursos públicos).

#### REFUERZO DE LA PROTECCIÓN A LOS INVERSORES MINORISTAS

La Ley recoge las restricciones establecidas por el Real Decreto Ley 24/2012 para la comercialización de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada en el futuro, a fin de garantizar la protección de los inversores minoristas y aumentar la transparencia en la comercialización de dichos productos. De este modo, se exige un tramo para inversores profesionales mínimo del 50 %, y una inversión mínima de 100.000 euros en el caso de las sociedades no cotizadas y de 25.000 euros en el de las cotizadas. La información referente a estos instrumentos financieros deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias.

#### NUEVOS REQUERIMIENTOS DEL CAPITAL PRINCIPAL

Como preveía el Real Decreto Ley 24/2012, a partir del 1 de enero de 2013 se modifican los requerimientos de capital principal que deben cumplir las entidades y grupos consolidables, adaptando su definición a la empleada por la ABE. Asimismo, faculta al Banco de España para dictar las disposiciones precisas para la debida ejecución del régimen sobre requerimientos mínimos de capital principal, que recientemente se ha llevado a cabo mediante la CBE 7/2012, de 30 de noviembre, que se comentará ampliamente más adelante.

#### TRASPASO DE COMPETENCIAS AL BANCO DE ESPAÑA

A partir del 1 de enero de 2013 se encomiendan al Banco de España las competencias para autorizar la creación de entidades de crédito, el establecimiento en España de sucursales de entidades de crédito no autorizadas en un Estado miembro de la Unión Europea, así como la imposición de sanciones de carácter muy grave. Anteriormente, la autorización de entidades de crédito y la imposición de sanciones por infracciones muy graves correspondía al Ministerio de Economía y Competitividad, a propuesta del Banco de España.

#### NUEVAS FUNCIONES DEL FGD

Se introducen medidas de apoyo a la resolución de una entidad de crédito, aunque el FGD no podrá asumir un coste financiero superior a los desembolsos que hubiera tenido que realizar de optar, en el momento de apertura del proceso de resolución, por efectuar el pago de los importes garantizados en caso de liquidación de la entidad. Las medidas de apoyo financiero que podrá implementar el FGD podrán concretarse en una o varias de las siguientes: 1) el otorgamiento de garantías; 2) la concesión de préstamos o créditos; 3) la adquisición de activos o pasivos, pudiendo mantener su gestión o encomendarla a un tercero, y 4) su participación en los procesos de resolución.

#### NOVEDADES EN LA TRANSFORMACIÓN DE CAJAS DE AHORROS EN FUNDACIONES DE CARÁCTER ESPECIAL

En relación con el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, se clarifica el supuesto en el que una caja de ahorros debe proceder a su transformación en fundación de carácter especial, esto es, cuando deje de ostentar el control en los términos del artículo 42 del Código de Comercio o redujese su participación de modo que no alcance el 25 % de los derechos de voto de la entidad de crédito a través de la cual desarrolla su negocio financiero. Por otro lado, se añade un nuevo supuesto para la transformación de las cajas de ahorros en fundaciones de carácter especial, como consecuencia de la reestructuración o resolución de una entidad de crédito, siempre que así se determine en los correspondientes planes de reestructuración o resolución.

#### CONCESIÓN DE UN CRÉDITO EXTRAORDINARIO PARA LA RECAPITALIZACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Se concede un crédito extraordinario, dentro del presupuesto del Ministerio de Economía y Competitividad, de 60.000 millones de euros para la ejecución del programa de asistencia financiera europea para la recapitalización de las entidades financieras españolas. Este crédito se financiará con préstamos, materializados en efectivo o títulos valores,

concedidos por la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (o, en su caso, por el Mecanismo Europeo de Estabilidad) al Reino de España. Los remanentes del crédito a final de 2012 podrán ser incorporados al ejercicio siguiente.

La Ley entró en vigor el 15 de noviembre de 2012.

**SOCIEDADES DE GESTIÓN DE ACTIVOS.**— Se publicó el *Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre* (BOE del 16), por el que se establece el régimen jurídico de las SGA, cuyo marco general fue regulado por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre. Su finalidad es la concentración de aquellos activos considerados como problemáticos o que puedan dañar el balance de las entidades de crédito o que se consideren perjudiciales para su viabilidad, a fin de darlos de baja del balance de las entidades y permitir la gestión independiente de su realización.

Las SGA deben perseguir los siguientes objetivos: 1) contribuir al saneamiento del sistema financiero adquiriendo los activos correspondientes, de forma que, desde su transmisión, se produzca una traslación efectiva de los riesgos vinculados a estos activos; 2) minimizar los apoyos financieros públicos; 3) satisfacer las deudas y obligaciones que contraigan en el curso de sus operaciones; 4) minimizar las posibles distorsiones en los mercados que se puedan derivar de su actuación, y 5) enajenar los activos recibidos optimizando su valor, dentro del plazo de tiempo para el que hayan sido constituidas.

El régimen de supervisión y sancionador de las SGA corresponderá al Banco de España.

SOCIEDAD DE GESTIÓN  
DE ACTIVOS PARA LA  
REESTRUCTURACIÓN BANCARIA

Como ya preveía el Real Decreto Ley 24/2012, el FROB constituye la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), destinada a adquirir los activos de aquellas entidades que se encuentren mayoritariamente participadas por el FROB o que, a juicio del Banco de España, tras una evaluación independiente de las necesidades de capital y de la calidad de sus activos, vayan a requerir la apertura de un proceso de reestructuración o resolución.

La SAREB se constituye por un período de tiempo limitado, que se determinará en sus estatutos, aunque no podrá ser superior a 15 años. Tendrá por objeto exclusivo la tenencia, gestión y administración directa o indirecta, y enajenación de los activos que le transfieran las entidades de crédito, así como las de aquellos que pudiera adquirir en el futuro.

Las entidades de crédito que se encuentren mayoritariamente participadas por el FROB o que, a juicio del Banco de España y tras la evaluación independiente de las necesidades de capital y calidad de los activos del sistema financiero español, vayan a requerir la apertura de un proceso de reestructuración o de resolución estarán obligadas a transmitir determinados activos a la SAREB, según se especifica en la norma. El valor total de transmisión de los activos que se transfieran a la SAREB no podrá exceder de 90 mm de euros.

Las transmisiones de activos y, en su caso, de pasivos, así como la concesión de garantías de cualquier naturaleza realizadas por la SAREB o por las entidades constituidas por esta para cumplir con su objeto social, estarán exentas del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados y del impuesto sobre el incremento de valor de los terrenos de naturaleza urbana.

FONDOS DE ACTIVOS  
BANCARIOS

El Real Decreto 1559/2012 desarrolla la regulación de los patrimonios separados, recogidos inicialmente en el Real Decreto Ley 24/2012, y a los que posteriormente la Ley 9/2012 reserva la denominación de «fondos de activos bancarios» (FAB). El patrimonio inicial de

los FAB integrará activos y, en su caso, pasivos procedentes de la SAREB. También será posible la transmisión por la SAREB de activos y, en su caso, pasivos a un FAB ya existente, siempre que la escritura de constitución de este así lo prevea. El patrimonio de los FAB puede articularse en compartimentos independientes, a cargo de los cuales podrán emitirse valores.

La gestión y la representación de los FAB estarán encomendadas, con carácter reservado, a sociedades gestoras de fondos de titulización de activos que adapten su régimen jurídico a las especificidades de esta normativa.

El Real Decreto 1559/2012 entró en vigor el 17 de noviembre de 2012.

**SERVICIOS DE RECLAMACIONES: PROCEDIMIENTO DE PRESENTACIÓN DE RECLAMACIONES.** — Se publicó la *Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre* (BOE del 22), por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, de la CNMV y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) (en adelante, servicios de reclamaciones).

La norma establece el procedimiento que será aplicable para la presentación de quejas, reclamaciones y consultas ante los servicios de reclamaciones con la finalidad de aumentar la eficacia de su funcionamiento, la aplicación efectiva de la normativa de protección del usuario de servicios financieros, y las buenas prácticas en el sector financiero.

La Orden entrará en vigor el 22 de mayo de 2013.

**OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN SOBRE BIENES Y DERECHOS SITUADOS EN EL EXTRANJERO Y OTRAS MODIFICACIONES EN EL ÁMBITO FISCAL.** — Se publicó el *Real Decreto 1558/2012, de 15 de noviembre* (BOE del 24), por el que se adaptan las normas de desarrollo de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria, a la normativa comunitaria e internacional en materia de asistencia mutua, se establecen obligaciones de información sobre bienes y derechos situados en el extranjero, y se modifica el reglamento de procedimientos amistosos en materia de imposición directa, aprobado por el Real Decreto 1794/2008, de 3 de noviembre.

El Real Decreto incorpora ciertas novedades en materia de obligaciones de información, ligadas al ámbito internacional, que tendrán que suministrar los obligados tributarios en relación con determinados bienes o derechos situados en el extranjero. En concreto, sobre las cuentas en entidades financieras, valores, derechos, seguros y rentas depositados, gestionados u obtenidas en el extranjero, y sobre bienes inmuebles o derechos sobre ellos.

El Real Decreto entró en vigor el 1 de enero de 2013.

**MEDIDAS URGENTES PARA REFORZAR LA PROTECCIÓN A LOS DEUDORES HIPOTECARIOS.** — Se publicó el *Real Decreto Ley 27/2012, de 15 de noviembre* (BOE del 16), de medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios. Su objetivo, por un lado, es la suspensión por un plazo de dos años de los desahucios de su vivienda habitual de las familias que se encuentren en una situación de especial riesgo de exclusión; y, por otro, la creación de un fondo social de viviendas.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 16 de noviembre.

ENTIDADES DE CRÉDITO: REQUERIMIENTOS MÍNIMOS DE CAPITAL PRINCIPAL.— Se publicó la *CBE 7/2012, de 30 de noviembre* (BOE del 11 de diciembre), del Banco de España, a entidades de crédito, sobre requerimientos mínimos de capital principal. Como preveía el Real Decreto Ley 24/2012, de 31 de agosto, derogado por la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, a partir del 1 de enero de 2013 se modifican los requerimientos de capital principal con los que deben cumplir las entidades de crédito y, en su caso, sus grupos consolidables, unificando los dos existentes en un único requisito del 9% de sus exposiciones totales ponderadas por riesgo.

La Circular detalla los elementos de recursos propios que son computables como capital principal, y las partidas deducibles de dichos elemento. Por su parte, las entidades de crédito estarán obligadas a remitir al Banco de España con periodicidad trimestral el estado sobre capital principal y el cumplimiento de los requerimientos exigidos en el estado CP recogido en el anejo de la Circular. Su presentación deberá hacerse mediante transmisión telemática.

La Circular entró en vigor el pasado 1 de enero de 2013.

BANCO CENTRAL EUROPEO: CAMBIOS TEMPORALES EN LOS CRITERIOS DE ADMISIBILIDAD DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.— Se publicó la *Decisión BCE/2012/34, de 19 de diciembre* (DOUE del 18 de enero), sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía denominados en moneda extranjera. El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido mantener, con carácter temporal, la admisibilidad como activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema a los instrumentos de renta fija negociables denominados en libras esterlinas, yenes y dólares estadounidenses, con independencia de que sus cupones estén vinculados a un tipo de interés ajeno al euro o a índices de inflación no correspondientes a la zona del euro.

La Decisión entró en vigor el 3 de enero de 2013.

TARGET2: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA.— Se publicó la *Orientación BCE/2012/27, de 5 de diciembre* (DOUE del 30 de enero), que actualiza la normativa sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), refundiéndola en un nuevo texto legal, a la vez que deroga la Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril, y sus modificaciones posteriores.

La Orientación incorpora en el texto determinadas normas que hasta ahora eran internas al Eurosistema, así como aquellas relacionadas con la obligación de los BCN de informar al BCE de toda reclamación presentada por sus participantes, no incluida en el ámbito del sistema de compensación de TARGET2, pero relacionada con el mal funcionamiento técnico del mismo.

Por otra parte, establece el intercambio de información en lo relativo a la suspensión o terminación del acceso a las operaciones de política monetaria y sus consecuencias en el acceso al crédito intradía, e incorpora ciertas disposiciones en relación con la inaplicabilidad de las sanciones a los BCN no pertenecientes a la Unión Europea. Finalmente, introduce cambios en el esquema general de precios.

La Orientación entró en vigor el 7 de diciembre de 2012 y es aplicable desde el 1 de enero de 2013.



CONVENIOS DE COLABORACIÓN RELATIVOS A FONDOS DE INVERSIÓN EN DEUDA DEL ESTADO: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA.— Se publicó la *Orden ECC/2682/2012, de 5 de diciembre* (BOE del 15), por la que se modifica la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, sobre convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado (Fondtesoro).

La Orden amplía los activos en los que pueden invertir, con el fin de aumentar las posibilidades de actuación de sus sociedades gestoras, potenciando el atractivo de estos productos para los inversores. Así, a partir de la entrada en vigor de la Orden, se amplían los activos a las emisiones del FROB, a las emisiones del Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE), a la deuda emitida directamente por el ICO, a los créditos del Fondo para Financiar el Pago a Proveedores (FFPP) cuando se conviertan en bonos, y a los bonos emitidos por los Fondos de Titulización de Activos para Viviendas de Protección Oficial (FTVPO) que cuenten con aval del ICO, dado que son similares en naturaleza y calidad crediticia.

La Orden entró en vigor el 16 de diciembre de 2012.

MERCADO DE VALORES: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA EN MATERIA DE FOLLETO Y DE REQUISITOS DE TRANSPARENCIA EXIGIBLES EN LAS EMISIONES DE VALORES.— Se publicó el *Real Decreto 1698/2012, de 21 de diciembre* (BOE del 31), que introduce una serie de modificaciones en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción, y en el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

La normativa tiene un doble objetivo: por un lado, la reducción de las cargas administrativas relacionada con la publicación de un folleto en el caso de oferta pública de valores y de admisión a negociación en mercados regulados dentro de la Unión Europea. Por otro, la modernización y mejora de algunas cuestiones del régimen aplicable a los folletos. Finalmente, se introducen ciertas modificaciones en los requerimientos de información para los emisores de acciones y de valores de deuda admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea.

El Real Decreto entró en vigor el 1 de enero de 2013.

MERCADO DE VALORES: SUBASTA DE DERECHOS DE EMISIÓN DE GASES DE EFECTO INVERNADERO.— Se publicó la *Ley 11/2012, de 19 de diciembre* (BOE del 20), de medidas urgentes en materia de medio ambiente (en adelante, la Ley). Dentro del contenido de la Ley, se transponen a nuestro ordenamiento jurídico los preceptos del Reglamento 1031/2010, de la Comisión, de 12 de noviembre de 2010, sobre el calendario, la gestión y otros aspectos de las subastas de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero (Reglamento de Subastas), modificado por el Reglamento 1210/2011, de la Comisión, de 23 de noviembre de 2011.

La Ley entró en vigor el 21 de diciembre de 2012.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2013.— Se publicó la *Ley 17/2012, de 27 de diciembre* (BOE del 28), de Presupuestos Generales del Estado para el

año 2013. Desde el punto de vista de la regulación financiera y fiscal, se destacan los siguientes apartados:

En relación con la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, a partir del 1 de enero de 2013, el Banco de España deberá aplicar a su personal medidas equivalentes a las establecidas con carácter general para el personal integrado en el sector público, no pudiendo acordar, en ningún caso, incrementos retributivos que globalmente supongan un incremento de la masa salarial superior a los límites fijados para dicho colectivo.

En lo referente a la deuda del Estado, se autoriza al ministro de Economía y Competitividad para que durante 2013 incremente el saldo vivo de la deuda del Estado, como máximo, en 71.021 millones de euros con respecto del nivel de primeros de año (35.325 millones de euros fue la limitación del presupuesto anterior).

En el ámbito fiscal, 1) se mantienen las compensaciones por la pérdida de beneficios fiscales que afectan a los perceptores de determinados rendimientos del capital mobiliario con período de generación superior a dos años en 2012, al igual que se hacía con la Ley del IRPF, aprobada por el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, y 2) desaparece la compensación fiscal por deducción en adquisición de vivienda habitual para los contribuyentes que la hubiesen adquirido con anterioridad al 20 de enero de 2006.

En el impuesto sobre sociedades, se actualizan en un 1 % los coeficientes de corrección monetaria aplicables en los supuestos de transmisión de elementos patrimoniales del activo fijo o de estos elementos que hayan sido clasificados como activos no corrientes mantenidos para la venta, que tengan la naturaleza de inmuebles. Finalmente, se regula la forma de determinar los pagos fraccionados del impuesto durante el ejercicio 2013.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora, que se mantienen en el 4 % y en el 5 %, respectivamente.

La Ley entró en vigor el 29 de diciembre de 2012.

MEDIDAS TRIBUTARIAS DIRIGIDAS A LA CONSOLIDACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y AL IMPULSO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA. — Se publicó la *Ley 16/2012, de 27 de diciembre* (BOE del 28), por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica, que entraron en vigor el 1 de enero de 2013.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados: 1) se crea un impuesto sobre los depósitos en las entidades de crédito en el que los contribuyentes son las entidades de crédito y las sucursales en territorio español de las entidades de crédito extranjeras; 2) se permite aplicar el régimen fiscal especial de fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canje de valores, a las transmisiones del negocio o de activos o pasivos realizadas por entidades de crédito en cumplimiento de planes de reestructuración o de resolución de entidades de crédito a favor de otra entidad de crédito, al amparo de la normativa de reestructuración bancaria; 3) se modifica la normativa de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI), permitiendo que participen en el capital de otras entidades que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento, sin necesidad de cumplir los requisitos relativos a la financiación ajena, y eliminando las exigencias para garantizar una adecuada diversificación de las inversiones inmobiliarias.

En el ámbito fiscal se reseñan las siguientes novedades: 1) se suprime la deducción por inversión en vivienda habitual, aunque se establece un régimen transitorio para ciertos contribuyentes; 2) se establece un gravamen especial del 20 % a los premios cuyo importe sea superior a 2.500 euros de las loterías del Estado, de las Comunidades Autónomas, de la ONCE, de la Cruz Roja Española y de otras entidades análogas de carácter europeo, que hasta ahora estaban exentas; 3) se limita el importe del saldo de las pérdidas de la base imponible general que pueden compensarse con el saldo positivo de los rendimientos e imputaciones de rentas, pasando del 25 % al 10 %; 4) se prorroga durante el año 2013 el tratamiento fiscal de los gastos e inversiones efectuados para formación de los empleados en la utilización de las nuevas tecnologías de la comunicación y de la información, y 5) se mantiene, al igual que para el impuesto sobre sociedades, la deducción por mantenimiento o creación de empleo para 2013, que consiste en la aplicación del tipo impositivo del 20 %, en lugar del 25 %, para los contribuyentes que ejerzan actividades económicas cuyo importe neto de la cifra de negocios para el conjunto de ellas sea inferior a 5 millones de euros y tengan una plantilla media inferior a 25 empleados.

La Ley entró en vigor el 29 de diciembre de 2012.

**GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS: DESARROLLO DE LA NORMATIVA.** — Se publicó el *Reglamento Delegado 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012* (DOUE del 22 de marzo), por el que se complementa la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA), en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.

Haciendo uso de las facultades otorgadas por la Directiva 2011/61/UE a la Comisión, el Reglamento Delegado desarrolla ciertas normas de ella relativas, entre otros aspectos, al cálculo del valor de los activos, el apalancamiento, las condiciones de ejercicio de la actividad de los GFIA, incluida la gestión del riesgo y la liquidez, la valoración y la delegación, normas que detallen las funciones y los deberes de los depositarios de fondos de inversión alternativos (FIA), y normas sobre transparencia y requisitos específicamente aplicables a terceros países.

El Reglamento Delegado entró en vigor el 11 de abril de 2013, y será aplicable a partir del 22 de julio de este año.

**REGLAMENTOS COMUNITARIOS RELATIVOS A LOS DERIVADOS EXTRABURSÁTILES, LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL Y LOS REGISTROS DE OPERACIONES.** — Se han publicado varios reglamentos delegados de la Comisión Europea que completan la normativa relativa a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, recogida en el Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio, que se citan a continuación: el *Reglamento Delegado 149/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012* (DOUE del 23 de febrero), completa el Reglamento 648/2012 en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta, la obligación de compensación, el registro público, el acceso a la plataforma de negociación, las contrapartes no financieras y las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central (ECC); el *Reglamento Delegado 150/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012* (DOUE del 23 de febrero), completa el Reglamento 648/2012 en lo concerniente a las normas técnicas sobre las

solicitudes de inscripción como registros de operaciones; el *Reglamento Delegado 151/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012* (DOUE del 23 de febrero), completa el Reglamento 648/2012 en lo que respecta a las normas técnicas sobre los datos que los registros de operaciones han de publicar y mantener disponibles, así como las normas operativas para la agregación y comparación de los datos y el acceso a estos; el *Reglamento Delegado 152/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012* (DOUE del 23 de febrero), completa el Reglamento 648/2012 en lo relativo a los requisitos de capital de las ECC, y el *Reglamento Delegado 153/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012* (DOUE del 23 de febrero), completa el Reglamento 648/2012 en relación con los requisitos que deben cumplir las ECC para ejercer su actividad.

Los reglamentos delegados entraron en vigor el 15 de marzo de 2013.

## ENERO 2013

BANCO CENTRAL EUROPEO: OPERACIONES DE FINANCIACIÓN Y ACTIVOS DE GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA. — Se publicó la *Orientación BCE/2013/2, de 23 de enero* (DOUE del 5 de febrero), por la que se modifica la Orientación BCE/2012/18, de 2 de agosto, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía. También se publicó la *Resolución de 5 de marzo de 2013* (BOE del 7), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, sobre medidas adicionales temporales relativas a las operaciones de política monetaria, que modifica la de 11 de diciembre de 1998, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, para adoptar las novedades de la orientación antes citada.

La Orientación detalla el procedimiento de la amortización anticipada que deben seguir las entidades de contrapartida con la finalidad de que los BCN de la zona del euro apliquen las mismas condiciones. La posibilidad de proceder a dicha amortización, así como la fecha a partir de la cual las entidades pueden ejercerla, se hará pública en el anuncio de la correspondiente subasta o por cualquier otro medio que se considere apropiado. Por su parte, las entidades deberán notificar a su banco central nacional el importe que desean amortizar y la fecha en la que tengan intención de hacerlo, con, al menos, una semana de antelación. En principio, y salvo que se disponga lo contrario, la amortización anticipada podrá tener lugar en cualquier fecha que coincida con la liquidación de una operación principal de financiación, siempre que la entidad lo haya notificado una semana antes de la fecha correspondiente. Esta notificación tendrá carácter vinculante para la entidad de contrapartida, de modo que, si no se ejecuta dicha amortización en la fecha prevista, podrá ser objeto de las sanciones pecuniarias correspondientes.

La Orientación y la Resolución entraron en vigor el 7 de marzo de 2013.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES: MARCO DE UNA INFRAESTRUCTURA DE CLAVE PÚBLICA PARA LA EMISIÓN DE CERTIFICADOS ELECTRÓNICOS. — Se publicó la *Decisión BCE/2013/1, de 11 de enero* (DOUE de 16 de marzo), por la que se establece el marco de una infraestructura de clave pública para el SEBC. La Decisión establece las líneas generales de esta infraestructura propia del Eurosistema (en adelante, la ESCB-PKI) capaz de emitir, gestionar, revocar o renovar todo tipo de certificados electrónicos, tales como certificados personales y técnicos para usuarios del SEBC o ajenos al SEBC.

Únicamente podrán acceder y utilizar las aplicaciones, sistemas, plataformas y servicios electrónicos del SEBC y del Eurosistema los usuarios que hayan sido autenticados

mediante un certificado electrónico emitido y gestionado por autoridades certificadoras aceptadas por el SEBC de acuerdo con el marco de aceptación de certificados del SEBC, incluida la autoridad certificadora de la ESCB-PKI, o por autoridades certificadoras aceptadas por el SEBC a los efectos de TARGET2 y TARGET2-Securities.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2013 Y ENERO DE 2014. — Se ha publicado la *Orden ECC/1/2013, de 2 de enero* (BOE del 3), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2013 y enero de 2014, que incluye como novedad este año las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) normalizadas, y las *resoluciones de 22 y de 29 de enero de 2013*, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera —en adelante, el Tesoro— (BOE del 28 y del 31, respectivamente), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y el mes de enero siguiente.

Las CAC, que se aplicarán a partir del 1 de enero de 2013 a todas las emisiones de deuda pública con plazo de amortización superior a un año, son un conjunto de reglas de agregación de mayorías representativas entre los tenedores de ciertos bonos.

Por otro lado, se mantienen, en general, los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes para la deuda del Estado. Como novedad, en las ofertas no competitivas, el importe nominal máximo conjunto de las peticiones no competitivas presentadas por un mismo postor en cada subasta no podrá exceder de cinco millones de euros (antes, un millón de euros). Se permite que ciertas entidades presenten peticiones no competitivas por un valor nominal máximo de 500 millones de euros (antes, el límite máximo era de 300 millones de euros). Las peticiones tendrán como precio de adjudicación, en todos los casos, el precio equivalente al tipo de interés medio ponderado.

Cabe reseñar que, con la finalidad de que las CAC no afecten a las letras del Tesoro, se han suprimido las emisiones de letras a dieciocho meses, que se han sustituido por letras a nueve meses. De esta forma, a partir del mes de febrero se subastan letras a tres, seis, nueve y doce meses, y cada referencia será susceptible de adquisición por subasta con una regularidad de tres meses para facilitar un grado de liquidez suficiente desde su emisión. A partir del mes de febrero, las subastas tendrán lugar el tercer martes de cada mes para las letras a seis y doce meses, y el martes siguiente para las de tres y nueve meses.

La Orden entró en vigor el 3 de enero, y las resoluciones, el 28 y el 31 de enero de este año, respectivamente.

CREADORES DE MERCADO DE LA DEUDA DEL ESTADO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA. — Se publicó la *Resolución de 10 de enero de 2013 del Tesoro* (BOE del 21), que modifica la de 20 de julio de 2012, por la que se establecen las condiciones de actuación de los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España.

La Resolución elimina tanto la segunda vuelta en las subastas especiales como la obligación de los Creadores de Mercado de participar en ellas. Del mismo modo, elimina el cómputo de las suscripciones en las subastas especiales de bonos y obligaciones a efectos de la evaluación mensual de los Creadores de Mercado.

La Resolución entró en vigor el 21 de enero de 2013.

MERCADO DE VALORES: OBLIGACIONES DE COMUNICACIÓN A LA CNMV DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN Y DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA.— Se publicó la *Circular 1/2013, de 30 de enero, de la CNMV* (BOE del 19 de febrero), sobre comunicación de informaciones relativas a las empresas de servicios de inversión (ESI) y sus sociedades dominantes, y a las SGIIC.

Las ESI y las SGIIC están obligadas a comunicar a la CNMV información sobre los siguientes supuestos: 1) en el caso de las ESI, el nombramiento de nuevos cargos de administración o dirección, así como los de sus entidades dominantes, deberá ser objeto de comunicación previa, mientras que en las SGIIC lo comunicarán posteriormente a la aceptación del cargo; 2) cualquier transmisión de acciones que formen parte de su capital en el plazo de 7 días hábiles desde la fecha en que tuvieron conocimiento de ellas, informando de la composición final de su accionariado; 3) la apertura y cierre de sucursales en territorio nacional, indicando domicilio, director, ámbito geográfico de actuación y fecha de apertura o cierre; 4) las modificaciones de las actividades e instrumentos incluidos en los programas de actividades o modificaciones de los estatutos que no requieran autorización de la CNMV para su constancia en el registro, y 5) las relaciones de los agentes de la ESI y las delegaciones de funciones administrativas, de control interno y de la actividad de análisis y selección de inversiones de las SGIIC.

La Circular entró en vigor el 11 de marzo de 2013.

UNIÓN EUROPEA: COOPERACIÓN REFORZADA EN EL ÁMBITO DEL IMPUESTO SOBRE LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS.— Se publicó la *Decisión 2013/52/UE del Consejo, de 22 de enero* (DOUE del 25), por la que se autoriza una cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre las transacciones financieras (ITF). Concretamente, se autoriza a 11 Estados miembros (Bélgica, Alemania, Estonia, Grecia, España, Francia, Italia, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia) a instaurar entre sí una cooperación reforzada en el ámbito del establecimiento de un sistema común del ITF.

La Decisión entró en vigor el 22 de enero de 2013.

## FEBRERO 2013

REGULACIÓN DE LA INVERSIÓN DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS EN VALORES O DERECHOS MOBILIARIOS EMITIDOS POR LA SAREB.— Se publicó el *Real Decreto Ley 2/2013, de 1 de febrero* (BOE del 2), de medidas urgentes en el sistema eléctrico y en el sector financiero.

En el ámbito financiero, se aborda la regulación de la inversión de las entidades aseguradoras en valores o derechos mobiliarios emitidos por la SAREB. En concreto, los activos emitidos por la SAREB se pueden incluir entre los activos aptos para la cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, no excediendo del límite del 3% del total de las provisiones. Se valorarán por su coste tal como se define en el Plan de Contabilidad de Entidades Aseguradoras. Además, a efectos del margen de solvencia, no se computarán las plusvalías o minusvalías no realizadas, contabilizadas o no, derivadas de dichos activos.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 2 de febrero de 2013.

CONTRATOS DE CRÉDITO AL CONSUMO: NUEVOS SUPUESTOS DE CÁLCULO DE LA TAE.— Se publicó la *Orden ECC/159/2013, de 6 de febrero* (BOE del 8), por la que se modifica la parte II del anexo I de la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al

consumo. La Orden transpone a nuestro ordenamiento jurídico la nueva versión de los supuestos adicionales para calcular la TAE que adoptó la Directiva 2011/90/UE de la Comisión, de 14 de noviembre de 2011, por la que se modifica la parte II del anexo I de la Directiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en la que se establecen supuestos adicionales para calcular la TAE.

La Orden entró en vigor el 9 de febrero de 2013.

## MARZO 2013

**PROTECCIÓN A LOS TITULARES DE DETERMINADOS PRODUCTOS DE AHORRO E INVERSIÓN Y OTRAS MEDIDAS DE CARÁCTER FINANCIERO.** — Se publicó el *Real Decreto Ley 6/2013, de 22 de marzo* (BOE del 23), de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero.

El Real Decreto Ley introduce ciertos mecanismos con el fin de agilizar la resolución de controversias, principalmente por medio del arbitraje, que puedan surgir entre los clientes y las entidades de crédito por razón de la comercialización de determinados productos de ahorro e inversión; en concreto, instrumentos híbridos de capital (generalmente, participaciones preferentes) y deuda subordinada. Asimismo, articula un mecanismo de provisión de liquidez, a través del FGD, para las acciones que recibirán los tenedores de los instrumentos anteriores en canje de los mismos. En este sentido, se amplían las funciones del FGD para permitirle la suscripción de acciones o instrumentos de deuda subordinada emitidos por la SAREB, y se le faculta para adquirir acciones ordinarias no admitidas a cotización en un mercado regulado emitidas por las entidades de crédito que transfieran sus activos a la SAREB y que resulten de la conversión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 24 de marzo de 2013.

**INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO, INFORME ANUAL SOBRE REMUNERACIONES Y DE OTROS INSTRUMENTOS DE INFORMACIÓN DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS, DE LAS CAJAS DE AHORROS Y DE OTRAS ENTIDADES.** — Se publicó la *Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo* (BOE del 23), por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

En relación con el informe anual de gobierno corporativo, en las sociedades anónimas cotizadas, se mantiene el esquema existente en la normativa anterior, si bien se amplían ciertos elementos que deberán formar parte del contenido mínimo del informe de gobierno corporativo. En las cajas de ahorros, se mantiene gran parte del contenido de la normativa anterior, si bien existen novedades de relevancia, siendo la principal que, a partir de ahora, se extiende a todas las cajas de ahorros la obligación de confeccionar tanto el informe de gobierno corporativo como el informe sobre remuneraciones de los consejeros, que se comenta más adelante (antes solo era obligatorio para aquellas que hubieran emitido valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores). Ambos informes tendrán la consideración de hecho relevante y deberán ser remitidos a la CNMV, que los publicará en su sitio web. Asimismo, serán accesibles, por vía telemática, a través de los sitios web de las sociedades cotizadas y, en su caso, de las cajas de ahorros.

La Orden entró en vigor el 24 de marzo de 2013.

## 2 ÍNDICE SISTEMÁTICO DE MATERIAS OBJETO DE NUEVA REGULACIÓN

Materias	Fecha de la norma	Boletín Económico
<b>1 SEBC, BCE Y BANCO DE ESPAÑA</b>		
<b>a) Política monetaria</b>		
Banco de España: cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria	15.2.2012	Abr 2012
Banco Central Europeo: operaciones de financiación y activos de garantía en las operaciones de política monetaria	2.8.2012 23.1.2013	Oct 2012 Abr 2013
Banco Central Europeo: cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria	10.10.2012 19.12.2012	Ene 2013 Abr 2013
Banco Central Europeo: modificación de la normativa sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	26.11.2012	Ene 2013
<b>b) Sistemas de pagos</b>		
Régimen sobre las transacciones con el exterior: actualización de su normativa	29.2.2012 25.4.2012	Abr 2012 Jul-ago 2012
Banco Central Europeo: intercambio de información de las operaciones de efectivo en el Eurosistema	20.7.2012	Oct 2012
Banco Central Europeo: estadísticas sobre carteras de valores	17.10.2012	Ene 2013
TARGET2: actualización de su normativa	5.12.12	Abr 2013
<b>c) Otras áreas</b>		
Ficheros de datos de carácter personal gestionados por el Banco de España	28.3.2012	Jul-ago 2012
Banco Central Europeo: base de datos centralizada de valores	26.9.2012	Ene 2013
Sistema Europeo de Bancos Centrales: marco de una infraestructura de clave pública para la emisión de certificados electrónicos	11.1.2013	Abr 2013
<b>2 INSTITUCIONES FINANCIERAS</b>		
Facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión: modificación de determinadas normas financieras	23.3.2012 21.9.2012	Abr 2012 Oct 2012
Servicios de reclamaciones: procedimiento de presentación de reclamaciones	16.11.2012	Ene 2013
<b>a) Entidades de crédito</b>		
Saneamiento del sector financiero	3.2.2012	Abr 2012
Modificación de las normas de información financiera pública y reservada	29.2.2012 28.9.2012	Abr 2012 Ene 2013
Saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero	11.5.2012 30.10.2012	Jul-ago 2012 Ene 2013
Transparencia y protección del cliente de servicios bancarios: actualización de la normativa	27.6.2012	Oct 2012
Nuevo marco de reestructuración y resolución de entidades de crédito	31.8.2012	Oct 2012
Política de remuneraciones en las entidades de crédito que reciban apoyo financiero público para su saneamiento o reestructuración	3.8.2012	Oct 2012
Reestructuración y resolución de entidades de crédito: nuevas disposiciones y otras modificaciones en el ámbito financiero	14.11.2012	Ene 2013
Sociedades de gestión de activos	15.11.2012	Ene 2013
Requerimientos mínimos de capital principal	30.11.2012	Ene 2013
Contratos de crédito al consumo: nuevos supuestos de cálculo de la TAE	6.2.2013	Abr 2013
Protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero	22.3.2013	Abr 2013



Materias	Fecha de la norma	Boletín Económico
<b>b) Instituciones de inversión colectiva</b>		
Nuevo reglamento de las instituciones de inversión colectiva	13.7.2012	Oct 2012
Modificación de la normativa sobre operaciones con instrumentos derivados y de otros aspectos operativos	26.7.2012	Oct 2012
<b>c) Otras instituciones</b>		
Entidades de dinero electrónico: desarrollo de la nueva normativa	4.5.2012	Jul-ago 2012
Regulación de la inversión de las entidades aseguradoras en valores o derechos mobiliarios emitidos por la SAREB	1.2.2013	Abr 2013
<b>3 MERCADO DE VALORES</b>		
<b>a) Mercado de deuda pública</b>		
Condiciones de emisión durante 2012 y enero de 2013	16.1.2012 18.1.2012 23.1.2012	Abr 2012
Creadores de Mercado de la deuda del Estado: nueva normativa	20.7.2012 10.1.2013	Oct 2012 Abr 2013
Convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado: actualización de su normativa	5.12.2012	Ene 2013
Condiciones de emisión durante 2013 y enero de 2014	2.1.2013 22.1.2013 29.1.2013	Abr 2013
<b>b) Mercados de valores privados</b>		
Modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, y de la normativa de las sociedades de capital en relación con las fusiones y las escisiones	22.6.2012	Jul-ago 2012
Modificación de la normativa en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores	21.12.2012	Ene 2013
Subasta de derechos de emisión de gases de efecto invernadero	19.12.2012	Ene 2013
Obligaciones de comunicación a la CNMV de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva	30.1.2013	Abr 2013
Informe anual de gobierno corporativo, informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades	20.3.2013	Abr 2013
<b>4 LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA</b>		
Agencias de calificación crediticia: normas complementarias al Reglamento comunitario	21.3.2012	Jul-ago 2012
Reglamento comunitario en relación con los instrumentos de riesgo compartido para determinados Estados miembros	22.5.2012	Jul-ago 2012
Posiciones cortas netas en acciones, deuda soberana y permutas de cobertura por impago soberano descubiertas: desarrollo reglamentario de la normativa europea	29.6.2012	Oct 2012
TARGET2-Securities: modificación de su normativa	18.7.2012	Oct 2012
Reglamento comunitario relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones	4.7.2012 19.12.2012	Oct 2012 Abr 2013
Gestores de fondos de inversión alternativos: desarrollo de la normativa	19.12.2012	Abr 2013
Cooperación reforzada en el ámbito del impuesto sobre las transacciones financieras	22.1.2013	Abr 2013
<b>5 NORMAS FISCALES Y OTRAS MATERIAS</b>		
Medidas urgentes para la reforma del mercado laboral	10.2.2012	Abr 2012
Mecanismo extraordinario de financiación para el pago a los proveedores de las entidades locales y de las Comunidades Autónomas	24.2.2012	Abr 2012
Medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos	9.3.2012	Abr 2012
Medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público	30.3.2012	Abr 2012

Materias	Fecha de la norma	<i>Boletín Económico</i>
Sociedades de capital: simplificación de las obligaciones de información y de documentación de las fusiones y de las escisiones	16.3.2012	Abr 2012
Presupuestos Generales del Estado para el año 2012	29.6.2012	Jul-ago 2012
Medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad	13.7.2012	Oct 2012
Medidas de liquidez para las Comunidades Autónomas y en el ámbito financiero	13.7.2012	Oct 2012
Modificación de la normativa para la intensificación de las actuaciones en la prevención y lucha contra el fraude	29.10.2012	Ene 2013
Obligaciones de información sobre bienes y derechos situados en el extranjero y otras modificaciones en el ámbito fiscal	15.11.2012	Ene 2013
Medidas urgentes para reforzar la protección a los deudores hipotecarios	15.11.2012	Ene 2013
Presupuestos Generales del Estado para el año 2013	27.12.2012	Ene 2013
Medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica	27.12.2012	Ene 2013

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	33
Cuadro 2.1	La reforma de la gobernanza europea: los instrumentos de supervisión de las políticas económicas	50
Cuadro 2.2	Hacia una UEM más completa. Principales elementos de las propuestas de la Comisión y del Consejo Europeo	52
Cuadro 3.1	Principales indicadores macroeconómicos	69
Cuadro 4.1	Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	90
Cuadro 5.1	Principales operaciones no financieras de las AAPP	108
Cuadro 5.2	Impacto en 2012 y 2013 de los principales cambios normativos en el ámbito de la imposición	112
Cuadro 5.3	Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	117
Cuadro 6.1	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	140
Cuadro 6.2	Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados	141
Cuadro 6.3	Entidades de crédito: balance y cuenta de resultados	144
Cuadro 7.1	Entidades bajo supervisión del Banco de España	164



## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1	PIB, consumo privado, empleo y formación bruta de capital fijo	10
Gráfico 1.2	Diferencial frente a Alemania de la rentabilidad de la deuda pública a diez años y saldos TARGET2 agregados de los bancos centrales en el Eurosistema	11
Gráfico 1.3	Cuenta financiera de la Balanza de pagos	12
Gráfico 1.4	Evolución de la inversión en vivienda y del precio de la vivienda	14
Gráfico 1.5	Empleo y paro	15
Gráfico 1.6	Costes laborales e inflación	19
Gráfico 1.7	Necesidad de financiación de la economía y Posición de Inversión Internacional	21
Gráfico 1.8	Evolución del déficit y de la deuda de las AAPP	22
Gráfico 1.9	Ratios de endeudamiento y crecimiento del crédito	31
Gráfico 2.1	Las condiciones de financiación en países de la UEM	39
Gráfico 2.2	Desequilibrios acumulados en países de la UEM	41
Gráfico 2.3	Crecimiento anual medio de las exportaciones y de la competitividad	43
Gráfico 2.4	Endeudamiento de los hogares de la UEM	47
Gráfico 2.5	Situación de las finanzas públicas en la UEM	47
Gráfico 2.6	Incremento de la probabilidad de transitar entre estados del mercado de trabajo	48
Gráfico 3.1	Actividad económica global	62
Gráfico 3.2	Evolución del PIB	67
Gráfico 3.3	Ajuste interno	68
Gráfico 3.4	Inflación y materias primas	70
Gráfico 3.5	Comercio internacional y desequilibrios globales	71
Gráfico 3.6	Mercados financieros internacionales	73
Gráfico 3.7	Condiciones de financiación	75
Gráfico 3.8	Política monetaria en economías avanzadas y emergentes	77
Gráfico 3.9	Indicadores fiscales	78
Gráfico 4.1	Condiciones financieras en la zona del euro	86
Gráfico 4.2	UEM: crecimiento, mercado de trabajo y precios	91
Gráfico 4.3	Financiación al sector privado	91
Gráfico 4.4	UEM: política fiscal	92
Gráfico 4.5	Política monetaria de la zona del euro	95
Gráfico 4.6	El ajuste de los desequilibrios macroeconómicos en los países de la UEM	97
Gráfico 5.1	Caracterización del ciclo actual	104
Gráfico 5.2	Financiación de los sectores residentes no financieros y precio de los activos	106
Gráfico 5.3	Principales agregados macroeconómicos	116
Gráfico 5.4	Consumo final de los hogares	116
Gráfico 5.5	Inversión en vivienda e inversión productiva privada	122
Gráfico 5.6	Demanda exterior y principales determinantes	123
Gráfico 5.7	Indicadores de competitividad y cuotas de exportación	125
Gráfico 5.8	VAB y empleo por ramas de actividad	126
Gráfico 5.9	Empleo y salarios	127

Gráfico 5.10	Determinantes de la evolución de la inflación	131
Gráfico 5.11	Cuenta del resto del mundo	133
Gráfico 5.12	Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación	133
Gráfico 6.1	Evolución de los mercados financieros	139
Gráfico 6.2	Evolución reciente de los flujos financieros y activos financieros netos de la economía española frente al exterior	142
Gráfico 6.3	Inversores institucionales	146
Gráfico 6.4	Condiciones de financiación, evolución del crédito y precio de la vivienda	148
Gráfico 6.5	Hogares e ISFLSH	152
Gráfico 6.6	Sociedades no financieras	153
Gráfico 6.7	Administraciones Públicas	154

## ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1.1	Cambios en el funcionamiento del mercado de trabajo	16
Recuadro 1.2	El impacto de la política fiscal sobre la actividad	23
Recuadro 1.3	Avances en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario español	28
Recuadro 2.1	Las reformas estructurales y la UEM	44
Recuadro 2.2	Los mecanismos para compartir riesgos en uniones monetarias	57
Recuadro 3.1	Crecimiento y desequilibrios económicos	64
Recuadro 3.2	Situación y perspectivas de las finanzas públicas en Estados Unidos y respuestas de política económica	80
Recuadro 4.1	La política monetaria única y las divergencias en las condiciones financieras nacionales	87
Recuadro 4.2	La resistencia a la baja de la inflación en la zona del euro	93
Recuadro 5.1	La magnitud del esfuerzo de consolidación fiscal en España	109
Recuadro 5.2	El consumo y el ahorro de los hogares españoles en la fase más reciente de la crisis	119
Recuadro 5.3	Reasignación sectorial desde el inicio de la crisis	129
Recuadro 6.1	Un análisis de la sustituibilidad del crédito entre entidades	136
Recuadro 6.2	La evolución del crédito bancario a empresas desde el inicio de la crisis financiera. Un análisis desagregado	150

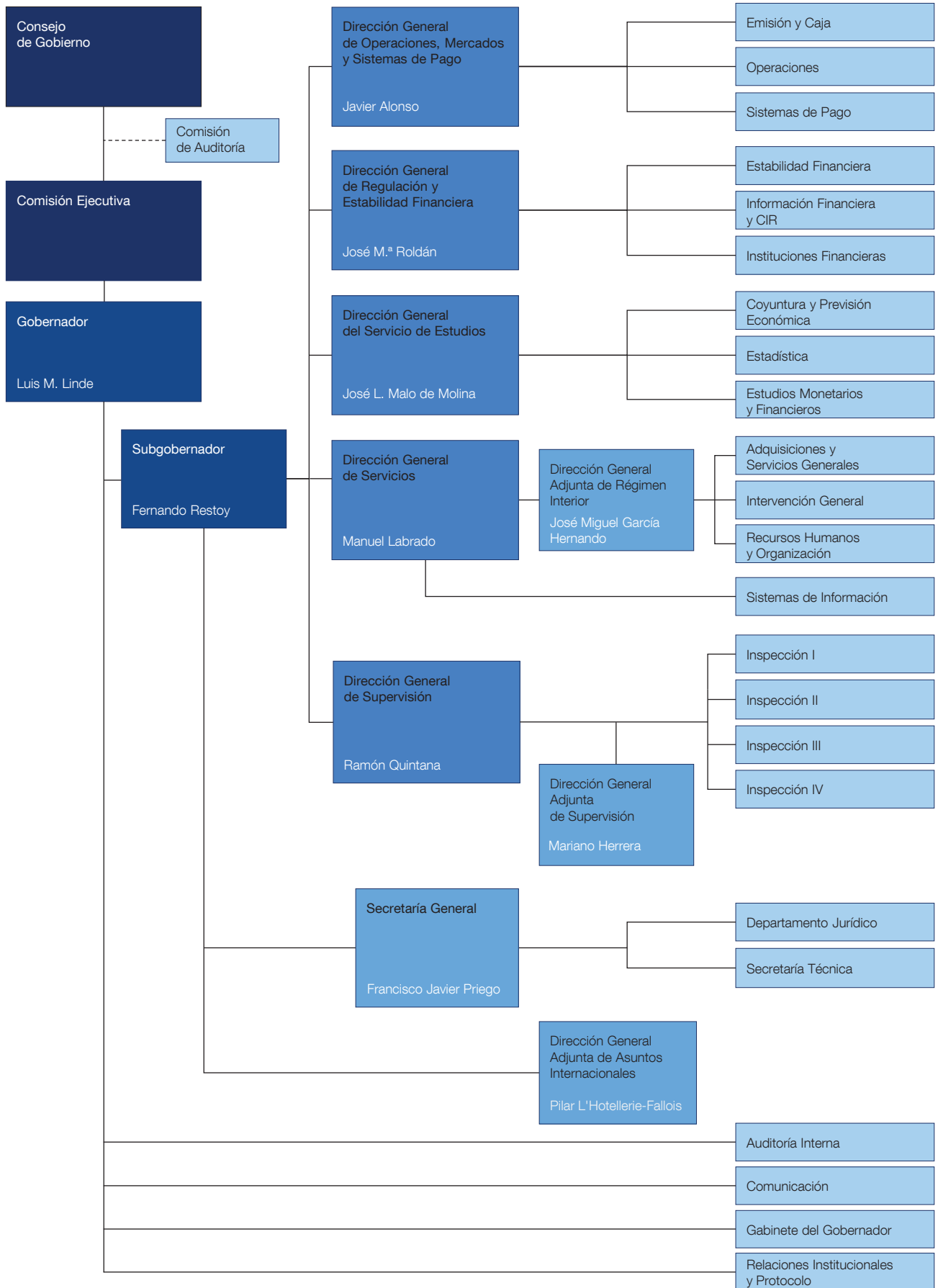




## COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA



# ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



## CONSEJO DE GOBIERNO

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Fernando Restoy
CONSEJEROS	Carmen Alonso Maximino Carpio Ángel Luis López Guillem López José María Marín Vicente Salas
SECRETARIO GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Íñigo Fernández de Mesa
VICEPRESIDENTA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Lourdes Centeno
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Luis Malo de Molina José María Roldán Javier Alonso Ramón Quintana Manuel Labrado
SECRETARIO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Francisco Javier Priego
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	M. <sup>a</sup> Luisa Teijeiro

## COMISIÓN EJECUTIVA

GOBERNADOR	Luis M. Linde
SUBGOBERNADOR	Fernando Restoy
CONSEJEROS	Ángel Luis López Vicente Salas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO ( <i>Con voz y sin voto</i> )	José Luis Malo de Molina José María Roldán Javier Alonso Ramón Quintana Manuel Labrado
SECRETARIO ( <i>Con voz y sin voto</i> )	Francisco Javier Priego



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en [http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat\\_publ.pdf](http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf).

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en [http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice\\_general.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.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](mailto: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, 2013  
ISSN: 1579 - 8615 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IPC	Índice de precios de consumo
BCE	Banco Central Europeo	IPI	Índice de producción industrial
BCN	Bancos centrales nacionales	IPRI	Índice de precios industriales
BE	Banco de España	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
BOE	Boletín Oficial del Estado	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IVA	Impuesto sobre el valor añadido
CBE	Circular del Banco de España	NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
CCAA	Comunidades Autónomas	OBS	Obra benéfico-social
CCLL	Corporaciones Locales	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OM	Orden Ministerial
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OOAA	Organismos Autónomos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
CNE	Contabilidad Nacional de España	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OSR	Otros sectores residentes
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DEG	Derechos Especiales de Giro	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGAFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PIB	Producto interior bruto
DGT	Dirección General de Tráfico	PIBpm	Producto interior bruto a precios de mercado
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PNB	Producto nacional bruto
EC	Entidades de crédito	RD	Real Decreto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	RM	Resto del mundo
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día ( <i>Euro Overnight Index Average</i> )	SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
Euribor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros ( <i>Euro Interbank Offered Rate</i> )	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
EPA	Encuesta de población activa	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FFPP	Fondos de pensiones	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FIAMM	Fondos de Inversión en activos del mercado monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FIM	Fondos de inversión mobiliaria	TAE	Tasa anual equivalente
FMI	Fondo Monetario Internacional	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMM	Fondos del mercado monetario	UE	Unión Europea
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UEM	Unión Económica y Monetaria
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
IFM	Instituciones financieras monetarias	VNA	Variación neta de activos
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNP	Variación neta de pasivos
IIC	Instituciones de inversión colectiva		
INE	Instituto Nacional de Estadística		

## 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)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumania	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.
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.