

INFORME ANUAL

2013

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



INFORME ANUAL 2010

La recepción de información para la elaboración de este Informe terminó el día 6 de mayo.

**El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red internet
en la dirección <http://www.bde.es>**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2011
ISSN: 0067 - 3315 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8615 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000 - 2003
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BCE	Banco Central Europeo	IPC	Índice de precios de consumo
BCN	Bancos centrales nacionales	IPI	Índice de producción industrial
BE	Banco de España	IPRI	Índice de precios industriales
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
BPI	Banco de Pagos Internacionales	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
CBE	Circular del Banco de España	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCAA	Comunidades Autónomas	NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
CCLL	Corporaciones Locales	OBS	Obra benéfico-social
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OM	Orden Ministerial
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OOAA	Organismos Autónomos
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OSR	Otros sectores residentes
DEG	Derechos Especiales de Giro	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGT	Dirección General de Tráfico	PIB	Producto interior bruto
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PIB pm	Producto interior bruto a precios de mercado
EC	Entidades de crédito	PNB	Producto nacional bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	RD	Real Decreto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	RM	Resto del mundo
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	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	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FADE	Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico	SME	Sistema Monetario Europeo
FFPP	Fondos de pensiones	SPEE	Servicio Público de Empleo Estatal
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		

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	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
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 periodos.
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.

ÍNDICE GENERAL

1 RASGOS BÁSICOS	1	Introducción	15
	2	La crisis de la deuda soberana	15
	3	La economía española ante la crisis de la deuda soberana	23
	4	El ajuste y reequilibrio de la economía española y el giro de la política económica	24
	5	La magnitud de los retos planteados y la responsabilidad de la política económica	34
2 PERSPECTIVAS FISCALES EN ESPAÑA TRAS LA CRISIS	1	Introducción	47
	2	Las causas del deterioro fiscal	49
	3	La magnitud del ajuste fiscal	51
	4	Las bases de un programa de estabilidad fiscal para España	56
	4.1	El marco presupuestario y las reglas fiscales	56
	4.2	El gasto público	64
	4.3	Los ingresos públicos	70
3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO	1	Introducción	77
	2	Evolución económica y financiera	79
	3	Políticas económicas	91
	3.1	Divergencias en las políticas económicas de las economías desarrolladas	91
	3.2	Dilemas de política económica en las economías emergentes	94
	4	Hacia un entorno global de mayor estabilidad económica y financiera	96
	4.1	Situación, perspectivas y procesos de reforma del sistema financiero	96
	4.2	Procesos de desapalancamiento	98
	4.3	Los desequilibrios globales y la coordinación internacional de políticas	99
	5	Perspectivas y riesgos	100
4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN	1	Crisis de la deuda soberana en la UEM	105
	2	Evolución macroeconómica: consolidación de la recuperación	110
	3	El papel de las políticas económicas de demanda: reacción y limitaciones	114
	4	Revisión de la gobernanza europea y otras iniciativas de política económica	116
	5	Perspectivas y retos	119
5 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	1	Las condiciones monetarias y financieras	125
	2	Las políticas económicas	128
	2.1	La política fiscal	128
	2.2	Las otras políticas económicas	131
	3	La demanda	134
	3.1	La demanda nacional	134
	3.2	La demanda exterior	141
	4	La actividad	144
	5	El mercado de trabajo	145
	6	Los precios y los costes	148
	7	Las necesidades de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales	150

6 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA	1	Introducción	157
	2	Los mercados financieros españoles	165
	2.1	Los precios negociados	165
	2.2	Los mercados primarios	166
	2.3	La actividad en los mercados secundarios	167
	3	La inversión y la financiación exterior de la economía española	168
	4	Los intermediarios financieros españoles	171
	4.1	Las entidades de crédito	171
	4.2	Los inversores institucionales	175
	5	Los flujos financieros y la posición patrimonial del sector no financiero	177
5.1	Los hogares	177	
5.2	Las sociedades	177	
5.3	Las AAPP	179	
7 INFORME DE GESTIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN 2010	1	Introducción	183
	2	Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema	183
	3	Actividades internacionales	185
	3.1	Relaciones internacionales	186
	3.2	Conferencias, reuniones y seminarios organizados por el Banco de España	189
	4	Análisis económico e investigación	190
	4.1	Áreas prioritarias de análisis	190
	4.2	Relaciones con la comunidad académica	191
	4.3	Difusión y comunicación	192
	5	Supervisión y regulación bancaria	192
	5.1	Actividad supervisora	192
	5.2	Actividad sancionadora	195
	5.3	Actividad regulatoria y cambios normativos	197
	5.4	Información financiera y prudencial	200
	5.5	Central de Información de Riesgos	201
	6	Funciones operativas	202
	6.1	La política monetaria y la gestión de los activos del Banco de España	202
	6.2	La gestión de los sistemas de pago	203
	6.3	La gestión de los billetes	204
	6.4	Las operaciones del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	205
	7	La función estadística del Banco de España	206
	7.1	Principales novedades durante 2010	206
	7.2	Estadísticas de Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional	206
	7.3	Situación patrimonial y resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances	207
	7.4	Trabajos relacionados con la recogida, gestión y difusión de la información estadística	207
	8	Servicio de Reclamaciones	207
9	Comunicación externa	208	
9.1	Relaciones con los medios de comunicación	208	
9.2	Programa de comunicación institucional	209	
10	Organización y administración interna	211	
10.1	Recursos Humanos y Organización	211	
10.2	Adquisiciones y Servicios Generales	212	
10.3	Sistemas de información	213	
10.4	Política Documental Corporativa	214	
10.5	Intervención General	215	
10.6	Auditoría Interna	215	

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA	1	Introducción	219	
	2	Balance y cuenta de resultados	221	
	3	Memoria explicativa	224	
	3.1	Normativa contable	224	
	3.2	Notas explicativas al balance	231	
	3.3	Notas explicativas a la cuenta de resultados	250	
	3.4	Cambios en capital, reservas, provisiones y cuentas de revalorización	260	
	4	Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994	261	
	4.1	Aportaciones efectuadas por el Banco a los Fondos de Garantía de Depósitos	261	
	4.2	Lucro cesante	261	
	4.3	Otras operaciones	261	
	ANEJO LEGISLATIVO	1	Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2010 hasta marzo de 2011	271
		2	Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación	297
ÍNDICES		Índice de cuadros	301	
		Índice de gráficos	303	
		Índice de recuadros	305	
COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA		Organigrama general del Banco de España	309	
		Consejo de Gobierno	310	
		Comisión Ejecutiva	311	

1 RASGOS BÁSICOS

1 Introducción

En 2010, aunque el PIB descendió un 0,1 % en el promedio del año, como consecuencia del efecto de arrastre de las caídas de la producción en 2009, la economía española inició una recuperación muy débil y vacilante en medio de la crisis de la deuda soberana en Europa. La situación creada plantea retos de futuro muy importantes, que pasan por asegurar el éxito del programa de consolidación fiscal, la culminación del proceso profundo de reestructuración y recapitalización del sistema financiero y la instrumentación de reformas estructurales que permitan completar la corrección de los desequilibrios y situar a la economía nuevamente en una senda de crecimiento sostenido a largo plazo.

2 La crisis de la deuda soberana

La economía mundial prosigue la senda de recuperación iniciada en 2009, en un contexto de inflación creciente...

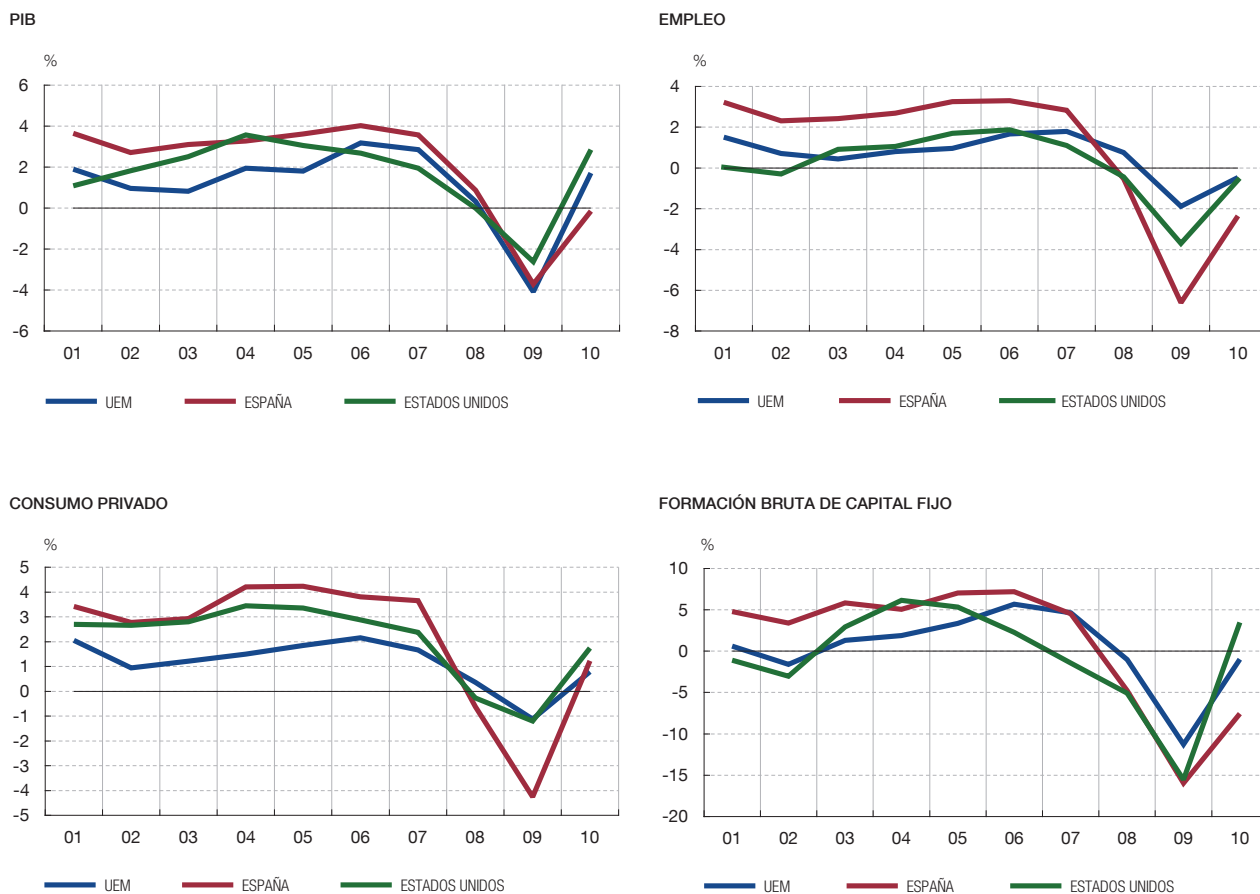
El proceso de recuperación de la economía continuó a lo largo del pasado año y la parte transcurrida del actual, acompañado por una progresiva normalización de los mercados financieros que, no obstante, no estuvo exenta de brotes de inestabilidad. Entre ellos, destacan los experimentados por los mercados de deuda soberana del área del euro, que han supuesto el mayor reto para el proyecto común europeo desde su creación. Por su parte, la inflación ha venido mostrando una tendencia creciente, aunque partiendo de niveles moderados en el caso de las economías avanzadas. La aceleración de los precios ha estado ligada en buena parte a la evolución del coste de las materias primas y, en el caso de las economías emergentes, también a las mayores presiones de demanda. Esta tendencia ha resultado más evidente a partir de diciembre, como resultado del intenso encarecimiento del petróleo originado por los episodios de inestabilidad política en los países del norte de África y Oriente Medio.

... con una marcada divergencia entre economías avanzadas y emergentes y una elevada heterogeneidad también dentro del primer grupo

El incremento del producto mundial en 2010 —del 5 %, tras la caída del 0,6 % registrada en 2009— encubre ritmos de crecimiento muy diversos por áreas geográficas. Las economías emergentes, que se habían visto menos afectadas por la crisis financiera, registraron una recuperación más rápida, con un aumento del PIB del 7,2 %. Su avance vino impulsado en buena parte por la demanda interna y se comenzó a manifestar en algunos indicios de recalentamiento y presiones inflacionistas. Las economías avanzadas, por su parte, alcanzaron tasas de crecimiento en el entorno del 3 %, sustentadas en buena medida en la acumulación de existencias y el apoyo de la demanda del sector público, aunque persistió la situación de fragilidad de ciertos sectores, como el inmobiliario y el financiero, y el mercado de trabajo mostró un escaso dinamismo. Los indicadores habituales de brecha de producción muestran aún una cierta amplitud, que ayuda a explicar la evolución contenida de la inflación subyacente. No obstante, hay que señalar que dentro de este grupo de economías se han registrado también heterogeneidades importantes. En particular, la recuperación está avanzando a un ritmo más lento en Europa, con crecimientos del PIB en 2010 del 1,7 % en la UEM y del 1,4 % en el Reino Unido, que contrastan con el mayor dinamismo mostrado por Estados Unidos —2,9 %— o Japón —4 %— (véase gráfico 1.1). Incluso dentro de la UEM se registraron igualmente diferencias significativas en la evolución de la actividad en sus distintos Estados miembros, con incrementos vigorosos del PIB en Alemania y Finlandia y retrocesos significativos en los casos de Grecia e Irlanda.

Las divergencias se han puesto también de manifiesto en las políticas económicas

A lo largo del pasado año también se puso de manifiesto una notable disparidad en el tono de las políticas económicas aplicadas, que refleja tanto las diferencias en la situación cíclica de las economías como los distintos límites a los que se enfrentan sus políticas económicas y la



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

adoptadas, tanto en el ámbito monetario...

diversidad en la valoración de los riesgos que conllevan las actuaciones expansivas. Así, en el ámbito de la política monetaria, en Estados Unidos se adoptaron nuevas medidas no convencionales de estímulo basadas en la ampliación del balance de la Reserva Federal mediante la compra directa de valores, fundamentalmente públicos. Esta estrategia de expansión cuantitativa, que se puso en marcha al comienzo de la crisis, se amplió con un nuevo programa de compras escalonadas por valor de 600 mm de dólares (*quantitative easing II*) para combatir los riesgos deflacionistas y los signos de debilidad que surgieron en la parte central del pasado ejercicio. En la UEM, la política monetaria mantuvo un tono holgado, pero no se implementaron medidas expansivas adicionales. Algunas de las medidas excepcionales adoptadas con anterioridad se han ido retirando paulatinamente, si bien, en un momento de grandes tensiones en los mercados de deuda soberana del área, se puso en marcha el Programa para el Mercado de Valores, concentrado en la compra de los bonos públicos de los países más afectados por esas tensiones con el objetivo de preservar la eficiencia del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Entre las economías emergentes, por el contrario, predominó la tendencia a adoptar una orientación contractiva en respuesta a las crecientes presiones inflacionistas, que, en algunos casos, entró en fricción con la resistencia a admitir un comportamiento suficientemente flexible del tipo de cambio.

... como, especialmente, en el fiscal

Las diferencias han sido particularmente significativas en el ámbito de la política fiscal. Así, en Estados Unidos y en Japón la prioridad continuó siendo proporcionar mecanismos de soporte para la recuperación, lo que se plasmó en nuevos planes de estímulo fiscal en ambos

países. El déficit público norteamericano se habría situado, de este modo, en el entorno del 10% del PIB a finales del pasado ejercicio y la deuda pública se aproximaría al 100% del PIB. Tanto en el Reino Unido como en la UEM, por el contrario, se acometieron procesos enérgicos de consolidación presupuestaria. En el caso del área del euro, es evidente que las tensiones en los mercados de deuda soberana pusieron el foco de atención sobre los riesgos inherentes a una situación generalizada de déficits excesivos en sus Estados miembros y obligaron a estos a tomar medidas correctoras ambiciosas y rápidas para atajar las dudas de los inversores sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Estas dudas, sin embargo, no se extendieron a economías como Estados Unidos o el Reino Unido, a pesar de la elevada magnitud del déficit y la deuda públicos en ambos casos.

Se espera que la recuperación continúe a un ritmo moderado, en un contexto de mayores presiones inflacionistas...

Las predicciones disponibles apuntan hacia un escenario central para la economía mundial en el que el crecimiento seguirá afianzándose a lo largo de los dos próximos años, a un ritmo ligeramente más reducido que en 2010, pero sobre unas bases más sólidas. La modulación resultaría, fundamentalmente, de la aplicación de unas políticas económicas cuyo tono será, en términos generales, más contractivo, no así en Estados Unidos. En dicho escenario se mantendría, por otra parte, la heterogeneidad por áreas geográficas que caracterizó el comportamiento del PIB en el pasado ejercicio.

Es también previsible, de acuerdo con esas mismas proyecciones, que las presiones inflacionistas aumenten a lo largo del año en curso y los dos siguientes, manteniéndose, como en el caso del crecimiento, una dualidad entre las economías emergentes, en las que el riesgo de recalentamiento es más elevado, y las economías avanzadas, para las que se anticipan tasas de avance de los precios que, en ausencia de efectos de segunda vuelta asociados al repunte de los costes de las materias primas, se mantendrían más contenidas, en un contexto de limitado dinamismo del empleo.

... y no exento de riesgos

Alrededor de este escenario central persisten importantes elementos de riesgo que, si bien han tendido a reducirse, continúan apuntando hacia tasas de crecimiento más bajas. Entre estos riesgos hay que señalar, en primer lugar, los derivados del aumento del precio del petróleo, cuyos efectos finales sobre la inflación y la actividad dependerán del tiempo de permanencia de la cotización del crudo en niveles elevados y de su grado de traslación hacia los precios de otros bienes y servicios, esto es, de la eventual materialización de los llamados efectos indirectos y de segunda vuelta. Las dudas sobre la solidez de las cuentas públicas, la lentitud en la restauración de los mercados inmobiliarios y el elevado endeudamiento del sector privado en algunas economías avanzadas podrían suponer también un freno mayor de lo esperado para la recuperación. Las catástrofes sufridas por Japón podrían tener, a su vez, algún efecto sobre la economía mundial, que, en estos momentos, resulta todavía difícil de valorar. Asimismo, el ritmo y el patrón de corrección de los llamados «desequilibrios globales» continúan constituyendo una fuente de incertidumbre. En el ámbito del necesario redimensionamiento del sector financiero y la reestructuración de sus marcos regulatorios, finalmente se han producido avances, aunque no cabe minusvalorar los riesgos que todavía se derivan del posible comportamiento de los mercados financieros internacionales.

Se ha continuado avanzando en la revisión de la regulación financiera internacional, con el objeto de mejorar la prevención y defensa frente a posibles crisis financieras futuras

En el terreno de la regulación financiera, cuya necesidad de cambio profundo se hizo evidente con la crisis, han continuado los trabajos a nivel global y liderados por el G 20, con un papel destacado por parte del Consejo de Estabilidad Financiera, y hay que destacar también el reciente acuerdo de Basilea III, que introduce nuevas normas de capital y liquidez para los sistemas bancarios. Conjuntamente, proporcionan un marco de referencia común para las reformas de calado en los sistemas regulatorios nacionales que deben corregir las debilidades que la crisis global ha revelado. Entre los ele-

mentos de ese marco común, cabe reseñar la mejora de la transparencia, el seguimiento más estrecho de los desarrollos en el sistema financiero no regulado y un mayor control de los riesgos sistémicos que generan las instituciones financieras, mediante la imposición de mayores requisitos de capital anticíclicos, de límites al nivel de apalancamiento y de una mayor vigilancia de los sistemas de remuneración para prevenir que puedan fomentar una toma de riesgos excesiva. Los debates se han extendido también a otros aspectos, como las figuras impositivas sobre la actividad financiera o el establecimiento de los mecanismos apropiados para gestionar y resolver potenciales episodios de crisis bancarias. Este proceso, en su conjunto, mantiene un grado notable de coordinación internacional que será preciso preservar en el futuro para garantizar el éxito de las reformas.

No obstante lo anterior, los mercados financieros internacionales siguen sujetos a niveles de tensión importantes, singularmente visibles en el caso de los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Eventuales episodios adicionales de inestabilidad en este segmento podrían traducirse en un endurecimiento de las condiciones financieras que tendría implicaciones desfavorables para las decisiones de gasto de las empresas y las familias de las economías afectadas. Para calibrar adecuadamente la magnitud de este riesgo, es importante analizar con cierto detalle las razones fundamentales que subyacen a estas tensiones.

La crisis de la deuda soberana en Europa se inició en Grecia y se contagió con rapidez al conjunto del área

Las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro comenzaron a gestarse a finales de 2009, como consecuencia de las dudas crecientes entre los inversores sobre la situación de las finanzas públicas en Grecia. La inestabilidad se extendió inicialmente a la deuda soberana de las economías que se percibían en una situación de mayor vulnerabilidad como resultado de su posición fiscal, ya fuera por un nivel elevado de deuda o de déficit, ya por un ritmo alto de deterioro de alguna de esas variables; de fragilidades en su sistema financiero o de la existencia de bases poco robustas para el sostenimiento del crecimiento económico. Pero los problemas alcanzaron también a los mercados bursátiles y cambiarios y generaron una progresiva pérdida de confianza de los inversores internacionales que acabó trasladándose igualmente a los mercados de financiación mayoristas de la banca, causando serios problemas de liquidez a algunas entidades. De este modo, la estabilidad del sistema financiero del conjunto del área se vio afectada, lo que revela las estrechas interconexiones existentes entre las instituciones y los mercados financieros en el seno de la UEM.

La reticencia de las autoridades griegas a solicitar apoyo financiero y las dudas manifestadas por los Gobiernos y las autoridades europeas sobre el fondo y la forma de ese eventual apoyo proporcionaron un caldo de cultivo propicio para la agudización de las tensiones, que alcanzaron un punto crítico en mayo. En ese mismo mes se aprobó, finalmente, un paquete de apoyo financiero a Grecia de 110 mm de euros, condicionado estrictamente a la adopción por parte de las autoridades de ese país de un programa ambicioso de ajuste económico. Los fondos fueron aportados por los Gobiernos de la UEM y por el Fondo Monetario Internacional, correspondiendo a la Comisión Europea y al propio FMI, en colaboración con el BCE, supervisar el cumplimiento de los términos del acuerdo. Para atajar el creciente contagio de las tensiones, se creó la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), con vigencia hasta el año 2013 y capaz de movilizar, conjuntamente con la CE (a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera) y el FMI, recursos por un importe de hasta 750 mm de euros para proporcionar asistencia financiera en casos similares y en condiciones asimilables también a las del programa griego.

Las tensiones se reavivaron con la crisis del sistema financiero irlandés, las dificultades para adoptar las medidas económicas necesarias en Portugal y la inquietud sobre la capacidad del Tesoro griego para retornar al mercado en 2012 como estaba previsto...

Estas decisiones contribuyeron a relajar las tensiones, como lo hizo también la publicación en julio de los resultados de las pruebas de resistencia realizadas de manera coordinada a la banca europea, que proporcionaron una imagen de estabilidad del sistema bancario. Sin embargo, a lo largo del verano y el otoño se fue gestando un nuevo foco de tensión, centrado, esta vez, en el continuo deterioro de la situación de los bancos irlandeses y en las consecuencias de esa situación para las cuentas públicas del país. Nuevamente, tras una etapa inicial de cierta reticencia, las autoridades irlandesas terminaron solicitando formalmente apoyo financiero, solicitud que fue aceptada y se tradujo en la articulación de un programa, condicional como lo había sido el griego, por valor de 85 mm de euros. En abril de 2011, Portugal se sumó al grupo de países que hubo de solicitar apoyo financiero ante la dificultad de su Gobierno para aprobar los planes de ajuste y de reformas que requería el país y el agravamiento de las condiciones en los mercados financieros. El 16 de mayo, el ECOFIN aprobó el correspondiente programa de ayuda. Semanas después, la continuidad de los elevados diferenciales soberanos en Grecia y el comportamiento peor de lo esperado de las principales macromagnitudes en ese país hicieron desconfiar a los inversores de la capacidad del Estado griego para volver a financiarse en los mercados en 2012 como contemplaba el programa de asistencia financiera. La incapacidad de las autoridades griegas y de los Gobiernos del resto del área para definir con prontitud la estrategia a seguir ante esta eventualidad dio pie a una escalada de las tensiones, alimentadas por debates inoportunos sobre la verosimilitud de determinados escenarios traumáticos.

... y obligaron a cambiar con relativa urgencia el tono de las políticas fiscales en el conjunto del área

Los paquetes de ajuste macroeconómico a los que se condicionó el apoyo financiero contemplaban, en los tres casos, programas ambiciosos de consolidación fiscal encaminados a restaurar la solidez de las cuentas públicas y recuperar, así, la confianza de los inversores. En el resto del área, las tensiones vividas en los mercados de deuda soberana obraron el mismo efecto. En España se adelantaron e intensificaron notablemente los planes de consolidación fiscal, al tiempo que se introdujeron reformas estructurales. En Italia, en Alemania y en otras economías del área se fueron concretando igualmente programas de austeridad para su aplicación a partir de 2011. La crisis de la deuda soberana provocó no solo la necesidad de abandonar el enfoque expansivo con el que la política fiscal había respondido en Europa a los primeros embates de la crisis financiera internacional, sino una cierta urgencia por revertirlo. Los tradicionales efectos positivos sobre el crecimiento de la política fiscal expansiva (efectos keynesianos) se agotaron y fueron rápidamente reemplazados por otros que operan en detrimento de la actividad. Estos últimos vienen asociados a los incrementos de los tipos de interés a largo plazo que tienen lugar cuando los inversores perciben un deterioro de la solidez de las cuentas públicas y que terminan provocando un retroceso del gasto privado (efectos ricardianos).

La crisis de la deuda soberana tiene su origen, primera y principalmente, en la existencia de importantes desequilibrios acumulados en algunos Estados miembros...

La crisis de la deuda soberana en la UEM es el resultado, fundamentalmente, de una serie de desequilibrios y de desajustes acumulados en las economías de algunos Estados miembros y su abrupta emergencia y agravamiento como resultado de la crisis económica y financiera global. Con distinto grado de incidencia en cada caso, deben destacarse entre esos desequilibrios las pérdidas continuadas de competitividad de algunas economías; el sobredimensionamiento del sector financiero y una excesiva acumulación de riesgos por parte del mismo, en otras; o los niveles elevados de endeudamiento privado propiciados, en algunos casos, por un tono expansivo de la política monetaria única insuficientemente compensado por la acción del resto de las políticas económicas en manos de las autoridades nacionales. Asimismo, varios Estados miembros partían, antes de la crisis, de niveles elevados de deuda pública, acentuados en ocasiones por la existencia de pasivos públicos contingentes ligados al progresivo envejecimiento de la población o a la potencial necesi-

dad de afrontar procesos de reestructuración de los sistemas bancarios. El deterioro acusado de los déficits públicos que resultó de la actuación de los estabilizadores automáticos y de la aplicación de medidas expansivas de carácter discrecional, la pérdida de ingresos extraordinarios ligados a algunos sectores como el inmobiliario o el financiero y la incidencia de los programas de apoyo a las entidades financieras que fue preciso instrumentar en algunos países contribuyeron también a menoscabar la confianza de los mercados en la solidez de las finanzas públicas. Del mismo modo, esa confianza se vio debilitada por unas perspectivas de crecimiento lastradas por desarrollos en general poco favorables de la productividad y el crecimiento potencial. Como es sabido, los mercados financieros tienen tendencia a sobrereaccionar ante las noticias, por lo que es probable que, también en este episodio, los inversores hayan podido responder exageradamente en algunos casos, pero ello no debería ocultar el alcance real de los problemas que han emergido.

... cuyos efectos se agravaron como consecuencia de una serie de fragilidades en el diseño estructural de la gobernanza económica del área

La propia acumulación de estos desequilibrios sin que ningún mecanismo alertara de sus potenciales riesgos y sus posibles efectos sobre el área revela también la existencia de puntos débiles en los mecanismos de coordinación y de supervisión de las políticas económicas en la UEM, que han actuado como amplificadores de las tensiones. La crisis de la deuda soberana ha dejado patentes no solo las limitaciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y de los marcos fiscales nacionales para promover un grado suficiente de disciplina fiscal, sino también la insuficiente atención prestada a la acumulación de los desequilibrios macroeconómicos de naturaleza no necesariamente fiscal, a los que se ha hecho mención en el párrafo anterior. Por otro lado, el alcance de las tensiones, sus patrones de contagio y su estrecha relación con la dinámica de las discusiones sobre cómo reconducir la gobernanza económica del área no son ajenos a la ausencia de mecanismos formales potentes para solventar situaciones como las experimentadas por Grecia, Irlanda y Portugal, y a las dificultades que supone tener que instrumentarlos en medio de una situación de crisis.

Las tensiones en los mercados financieros condicionaron también las decisiones del BCE...

Las tensiones en los mercados financieros —en particular, las creadas por el aumento del riesgo soberano— afectaron al mecanismo de transmisión de la política monetaria y obligaron al BCE a tomar medidas adicionales a las que ya había venido adoptando en respuesta a la crisis. Más concretamente, la ausencia de presiones inflacionistas en el medio plazo permitió que durante 2010 el Consejo de Gobierno del BCE mantuviera el carácter expansivo de la política monetaria en la UEM, dejando inalterados los tipos de interés oficiales en el nivel mínimo del 1 %. No obstante, para garantizar una transmisión efectiva de sus decisiones, el Eurosistema siguió aplicando medidas de apoyo al crédito concentradas principalmente en una provisión amplia de liquidez. Adicionalmente, y como ya se ha mencionado, las fuertes tensiones en algunos mercados de deuda pública llevaron a poner en marcha el Programa para el Mercado de Valores. A lo largo del año, no obstante, venció el programa de adquisición de *covered bonds* y tuvo lugar la amortización de las operaciones especiales de préstamo a más largo plazo que se habían introducido en los momentos más críticos de la crisis financiera internacional. De este modo, se reabsorbió una parte importante del exceso de liquidez sin que se generaran tensiones en los mercados interbancarios, lo que revela que el proceso de progresiva normalización de estos mercados continuó a lo largo del pasado ejercicio.

... que se enfrenta al reto de normalizar las condiciones financieras en un contexto de riesgos inflacionistas, lenta recuperación y tensiones en los mercados de deuda

En el futuro inmediato, la política monetaria en la UEM afronta una coyuntura compleja que plantea retos importantes. La retirada gradual de las medidas extraordinarias vigentes deberá calibrarse cuidadosamente para evitar, por un lado, interferir en la normalización de los mercados financieros y, por otro, que un mantenimiento excesivamente prolongado de las mismas reduzca la eficacia de la política monetaria, reste credibilidad al banco central, produzca distorsiones en los precios relativos de los activos o retrase las reformas nece-

sarías en algunos segmentos del sector bancario europeo. Al mismo tiempo, el aumento de los precios de las materias primas y las dificultades para evaluar su trayectoria a medio plazo suponen una complicación añadida para ajustar el tono de la política monetaria a un escenario en el que los consiguientes riesgos de efectos indirectos y de segunda vuelta que podrían poner en peligro el mantenimiento de la estabilidad de precios se combinan con un ritmo lento de recuperación y, por tanto, de cierre de la brecha de producción, y con una situación todavía incierta en los mercados financieros. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su primera reunión del mes de abril de 2011, elevar los tipos oficiales 25 pb.

Las instituciones europeas se enfrentan igualmente a la necesidad de reformar el sistema de gobernanza económica

Los retos son también importantes para el resto de las instituciones europeas. En primer lugar, deberán concluir con éxito una revisión profunda de los mecanismos de coordinación y de supervisión de las políticas económicas en la UEM. Como se explica con mayor detalle en el capítulo 4 de este Informe, la reforma avanza hacia una mayor y más efectiva coordinación de las políticas nacionales, que deberán moverse dentro de unos límites acordados y que estarán sujetas a una vigilancia mutua, rigurosa y eficaz. Las recomendaciones del llamado «Grupo de Trabajo Van Rompuy» fueron, junto con las propuestas que al respecto ha realizado la CE, el primer peldaño de un proceso que deberá culminar este verano. Las medidas que se están considerando se pueden clasificar en tres grandes apartados: las encaminadas a asegurar una mayor disciplina fiscal, a través del fortalecimiento del PEC; las destinadas a introducir un nuevo mecanismo de vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad, y el diseño de un mecanismo permanente para la gestión de crisis. En ningún caso se contemplan cambios que pudieran requerir una modificación de aspectos fundamentales del Tratado de la UE, evitándose de este modo el riesgo de una indeseada dilación de la reforma.

En enero de 2011 ha arrancado el Semestre Europeo

Como parte de este programa de reforma, la CE publicó a comienzos de 2011 el primer *Informe Anual de Crecimiento*, inaugurando así el Semestre Europeo de coordinación de la política económica. Por primera vez, los Estados miembros y la Comisión analizarán de forma conjunta los riesgos para la estabilidad macroeconómica, los avances en la consolidación fiscal y las reformas estructurales y demás medidas necesarias para fomentar el crecimiento. Las recomendaciones que lleve a cabo el Consejo Europeo deberán tenerse en cuenta en la preparación de los Presupuestos nacionales de 2012 y en la implementación de las demás políticas económicas nacionales. En esta misma dirección, la nueva estrategia «Europa 2020», dirigida a aumentar el potencial de crecimiento europeo, ha supuesto la introducción de un conjunto de iniciativas emblemáticas a nivel europeo, dirigidas a apoyar los esfuerzos de reforma por parte de los países.

Las reformas de la gobernanza han de estar a la altura de los retos a los que se enfrenta la UE y no se pueden descuidar los problemas que a corto plazo plantea la situación en Irlanda, Portugal y Grecia

Del éxito de estas reformas y de su grado de ambición dependerá que el nuevo marco de gobernanza permita afrontar con garantía los retos a los que se enfrenta la UE. La crisis de la deuda soberana ha puesto de manifiesto la necesidad de fortalecer el entramado institucional europeo y, en particular en el caso de la UEM, acompañarlo al elevado grado de integración e interdependencia económica alcanzado entre sus miembros. Un grado suficiente de automatismo y unos plazos de ejecución razonablemente contenidos tanto para los procedimientos como para, en su caso, las sanciones ayudarán a que el buen funcionamiento de los mecanismos no dependa de la voluntad de los Gobiernos nacionales para cumplir con los compromisos adquiridos.

En este sentido, hay que destacar que el Consejo Europeo del 24-25 de marzo de 2011 dio un nuevo impulso al proceso de reforma legislativa que sustentará el nuevo marco de prevención y corrección de los desequilibrios fiscales (i. e. un PEC reforzado) y no fiscales

(la creación del procedimiento de desequilibrio excesivo), estableció los principios básicos de un nuevo mecanismo permanente para la gestión y resolución de crisis que entrará en vigor a partir de 2013 (el Mecanismo Europeo de Estabilidad) y aprobó el «Pacto por el Euro Plus», en el que se ha plasmado el compromiso político de los Estados miembros para adoptar medidas encaminadas a mejorar la competitividad, elevar el empleo, garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y reforzar la estabilidad financiera del área. Sin embargo, a más corto plazo, la situación en Irlanda, Portugal y, sobre todo, Grecia plantea un reto cuyo alcance no se debe minusvalorar. La transición a ese nuevo marco reforzado de gobernanza europea está teniendo lugar en medio de la crisis más severa que ha vivido el área del euro desde su creación. Si esta complicada situación no se enfrenta con la resolución necesaria para superarla de manera definitiva, el proyecto común europeo podría experimentar un retroceso de consecuencias difícilmente previsibles que pondría en riesgo el éxito de los esfuerzos realizados hasta el momento.

En 2011 ha entrado en funcionamiento también la Junta Europea de Riesgo Sistémico

Otra de las carencias estructurales que se han puesto de manifiesto como resultado de la crisis es la ausencia de políticas económicas de corte macroprudencial y de orientación eminentemente preventiva, encaminadas a garantizar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto y minimizar los efectos de la inestabilidad sobre la economía real. Se ha forjado un consenso en torno a la necesidad de desarrollar un conjunto de instrumentos capaces de proporcionar alertas tempranas frente a la posible acumulación de los desequilibrios macroeconómicos y financieros que puedan llegar a desembocar en crisis financieras de gran alcance. El desarrollo de la política macroprudencial está siendo abordado a través de numerosas iniciativas nacionales e internacionales, entre las que hay que destacar, en el ámbito de la UE, la entrada en funcionamiento, el 1 de enero de 2011, de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, en su acrónimo anglosajón), que, junto con las tres nuevas autoridades supervisoras europeas encargadas de labores microprudenciales para el sector bancario, de valores y de seguros, respectivamente, conforma la nueva arquitectura supervisora europea (el Sistema Europeo de Supervisión Financiera).

A nivel de los Estados miembros, los retos pasan por el cumplimiento de las medidas de consolidación fiscal...

El éxito de las acciones emprendidas a nivel europeo dependerá crucialmente de que sean adecuadamente complementadas con medidas adoptadas a nivel de los Estados miembros. En el terreno de las finanzas públicas, los Gobiernos de la zona del euro se han comprometido formalmente a adoptar todas las medidas necesarias para cumplir los objetivos fiscales contemplados en los procedimientos de déficit excesivo. Algunos países han adoptado compromisos adicionales para acelerar el proceso de consolidación fiscal contemplado en esos procedimientos, así como para proporcionar mayores garantías de sostenibilidad de sus finanzas públicas. Estos avances para sentar las bases de una política fiscal prudente que permita eventualmente retomar la senda de un crecimiento equilibrado y sostenible resultan cruciales en la situación actual.

... la adopción de las reformas estructurales necesarias para fomentar el crecimiento potencial y el empleo y el saneamiento de los sistemas financieros nacionales y la reforma de sus marcos regulatorios

Una vez alcanzados los límites de actuación de las políticas expansivas de demanda, las reformas estructurales dirigidas a ampliar la capacidad de respuesta de las economías ante las perturbaciones, a flexibilizar su funcionamiento y a elevar, en el medio plazo, el potencial de crecimiento y la capacidad para alcanzar el pleno empleo de los recursos productivos deben pasar a ocupar el primer plano de las prioridades de acción de la política económica. En esta línea, la estrategia Europa 2020 proporciona a los Estados miembros un marco coherente para implementar un programa coordinado e integral de reformas estructurales, imprescindibles para impulsar el crecimiento europeo. Finalmente, es importante que los procesos en marcha de reestructuración, redimensionamiento y recapitalización de los sistemas bancarios europeos, afectados por la crisis global, se completen satisfactoriamente. Conjuntamente con las reformas regulatorias en el marco global

antes descrito, deben servir para cimentar un sistema financiero sólido, capaz de contribuir al crecimiento económico de una manera efectiva a través de una intermediación eficiente de los flujos financieros.

3 La economía española ante la crisis de la deuda soberana

La crisis de la deuda soberana afectó con fuerza a la economía española...

Las tensiones financieras que agitaron los mercados europeos a partir de mayo afectaron con contundencia a la economía española. El canal principal de transmisión fue la disminución de la confianza por parte de los mercados, que llegó a ser muy aguda en determinados momentos del año, coincidiendo con los episodios de máxima tensión en Grecia e Irlanda. En una economía fuertemente dependiente del ahorro exterior, como es el caso de la economía española, estos episodios se tradujeron en un endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación, particularmente acusado para el Tesoro y las entidades de crédito. El diferencial de la deuda soberana española con respecto a la alemana se vio sometido a diferentes episodios de presión, que llegaron a situarlo próximo a los 300 pb en los momentos más críticos. Las dificultades se extendieron también al sector bancario, que durante algunos meses experimentó grandes dificultades para acceder a los mercados mayoristas de financiación, lo que, de manera transitoria, elevó significativamente el recurso de nuestras entidades al Eurosistema.

Como en el caso de los demás países del área, estas tensiones comportaban un elemento de sobre-reacción por parte de los inversores, pero sería un error ignorar la importancia de los problemas que subyacían a las mismas. Las debilidades del entramado institucional europeo, mencionadas en el epígrafe anterior, y las dudas generadas sobre el compromiso de los Gobiernos europeos, en general, y del de nuestro país, en particular, para afrontar los problemas estructurales y de deterioro de las finanzas públicas desempeñaron también un papel muy relevante en las etapas iniciales de este último episodio de inestabilidad financiera.

... debido a la existencia de factores de fondo que situaban nuestra economía en una posición de vulnerabilidad

Las vulnerabilidades que habían emergido con motivo de la crisis aumentaron gravemente la exposición de la economía española a este tipo de turbulencias, en un momento particularmente delicado. La crisis había generado un rápido deterioro de la situación de las finanzas públicas que se había manifestado no solo en un nivel muy elevado del déficit público, que escaló hasta el 11,1 % del PIB en 2009 desde un superávit del 1,9 % dos años antes, sino también por el rápido incremento de la ratio de deuda pública, a pesar de que el endeudamiento de las AAPP continuara siendo muy inferior al de otras economías europeas que afrontaban presiones similares. Además, el fuerte incremento de la tasa de paro, como consecuencia de la profundidad de la recesión en España, pero también de las disfuncionalidades del mercado de trabajo, cuestionaba la posibilidad de revertir la trayectoria del gasto público en ausencia de reformas que facilitaran la reducción del desempleo y potenciaran el crecimiento.

Asimismo, durante la fase de expansión previa a la crisis, la economía española se había hecho muy dependiente de la financiación exterior, situación que persistía, aunque en menor medida en 2010, y que incrementaba su vulnerabilidad ante episodios de pérdida de confianza que obstaculizaran el acceso a la financiación exterior que venía siendo canalizado por las entidades de crédito. Este papel se vio seriamente erosionado por las dudas que recaían sobre algún segmento de las mismas, relacionadas con el alcance del impacto del deterioro de los activos inmobiliarios sobre la solidez de su posición financiera. Por último, el elevado endeudamiento de familias y empresas y las pérdidas acumuladas en la competitividad, fruto también de los excesos de gasto durante la etapa expansiva, eran percibidos por los inversores como sendos frenos para la recuperación del gasto, con lo que la incertidumbre se extendía también a la capacidad de crecimiento de la economía, una vez corregidos los excesos inmobiliarios.

Durante el desarrollo de la crisis fiscal, algunas de estas vulnerabilidades suscitaron paralelismos, infundados en muchos casos, con las situaciones vividas por las economías griega e irlandesa, que tuvieron que recurrir al apoyo financiero externo, condicionado a severos programas de ajuste controlados por el FMI y las instituciones europeas. La agrupación de países bajo determinadas etiquetas, solo en función de la naturaleza de sus dificultades y sin tomar en cuenta la verdadera magnitud y el alcance potencial de las mismas, ha actuado como un elemento adicional de amplificación de las tensiones de los mercados que han afectado a la economía española. Este tensionamiento vino a dificultar el proceso de ajuste y redimensionamiento en el que estaba inmerso el sistema financiero, erosionó la confianza de las empresas y familias, que estaban embarcadas en un proceso de desapalancamiento que avanzaba con lentitud, y supuso un freno adicional para la reactivación del gasto privado.

4 El ajuste y reequilibrio de la economía española y el giro de la política económica

La crisis de la deuda soberana provocó un drástico cambio en la orientación de la política económica

La política económica reaccionó con un drástico cambio de orientación en la dirección requerida, lo que influyó de manera determinante en la evolución del gasto y en la evolución macroeconómica en España durante el período analizado en este Informe. Dado el origen de las tensiones, resultó urgente despejar las dudas sobre la trayectoria de las finanzas públicas mediante un exigente plan de ajuste fiscal que asegurase el cumplimiento de los objetivos del Programa de Estabilidad para el período 2010-2013. Paralelamente, se hizo patente la apremiante necesidad de abordar las deficiencias del mercado de trabajo que obstaculizan la absorción del desempleo y el ajuste de la economía, mediante la reforma de algunos de los condicionantes institucionales del mercado laboral. Por último, en el terreno financiero, se aceleró el proceso de reestructuración bancaria, se puso en marcha una reforma en profundidad de la regulación de las cajas de ahorros (que, entre otras cosas, facilita la transferencia de su actividad financiera a entidades de nueva creación configuradas como bancos e incentiva la entrada en los mismos de capital privado), se tomaron medidas de transparencia sin precedentes y se aumentaron las exigencias de capital de las entidades, con el fin de despejar las dudas sobre su solvencia, incluso en escenarios de tensión excepcional. Todas estas medidas se analizan con más detalle más adelante, cuando se abordan los retos de política económica.

La economía española inició en 2010 una lenta recuperación

En 2010 la economía española inició lentamente una trayectoria de recuperación —con tasas de crecimiento positivas del producto a lo largo del año, con la salvedad del tercer trimestre—, a la vez que avanzaba en el ajuste de los desequilibrios acumulados durante la etapa expansiva. Continuó la corrección del exceso de inversión inmobiliaria, la disminución de las necesidades de financiación exterior y la senda de desinflación en costes laborales y precios finales, a lo que vino a sumarse el inicio de la reducción del déficit público. El saldo del crédito del sector privado se estabilizó si bien su nivel de endeudamiento se mantuvo en cotas elevadas que continuaron condicionando sus decisiones de gasto. Durante los primeros meses de 2011, prosiguió la pauta de débil recuperación, con una tasa de crecimiento del PIB en el primer trimestre del 0,3%, que situó su tasa de variación interanual en el 0,8%.

La recuperación en 2010 se inició con algo de retraso y menor intensidad que otros países de la zona del euro como consecuencia del mayor alcance de la crisis en nuestro país y del impacto que el necesario proceso de ajuste está teniendo en las tasas de crecimiento a corto plazo. La reactivación del producto estuvo, sujeta, no obstante, a algunas oscilaciones a lo largo del año como consecuencia de determinadas medidas de naturaleza transitoria sobre el perfil del gasto interno. En concreto, la subida del IVA programada para el 1 de julio y la prevista finalización de algunos programas de apoyo público al gasto (como el Fondo Estatal de Inversión Local o el plan de ayuda directa a la adquisición de automóviles) llevaron a anticipar algunas decisiones de gasto a la primera parte del ejercicio, mientras que los efectos de las medidas de

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
DEMANDA Y PRODUCTO (b)						
Producto interior bruto	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,7	-0,1
Consumo privado	4,2	3,8	3,7	-0,6	-4,2	1,2
Consumo público	5,5	4,6	5,5	5,8	3,2	-0,7
Formación bruta de capital	6,5	8,3	4,2	-4,3	-15,8	-7,0
Inversión en equipo	9,2	9,9	10,4	-2,5	-24,8	1,8
Inversión en construcción	6,1	6,0	3,2	-5,9	-11,9	-11,1
Vivienda	6,1	6,2	2,5	-10,7	-24,5	-16,8
Otras construcciones	6,2	5,8	4,0	-0,8	-0,1	-7,2
Exportación de bienes y servicios	2,5	6,7	6,7	-1,1	-11,6	10,3
Importación de bienes y servicios	7,7	10,2	8,0	-5,3	-17,8	5,4
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)						
Empleo total	3,2	3,3	2,8	-0,5	-6,6	-2,4
Tasa de ocupación (d)	64,3	65,7	66,6	65,3	60,6	59,4
Tasa de paro	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1
Remuneración por asalariado	3,7	4,0	4,8	6,4	4,1	0,7
Costes laborales unitarios	3,3	3,3	4,0	4,9	1,0	-1,5
Defactor del PIB	4,3	4,1	3,3	2,4	0,6	1,0
Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	3,7	2,7	4,2	1,4	0,8	3,0
Índice de precios de consumo (media anual)	3,4	3,5	2,8	4,1	-0,3	1,8
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	1,2	1,4	0,7	0,9	-0,5	0,4
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)						
Ahorro de los sectores residentes (f)	22,9	22,6	21,5	19,9	19,3	19,1
Administraciones Públicas (f)	4,5	5,7	6,0	-0,1	-6,6	-5,4
Inversión de los sectores residentes	29,5	31,0	31,0	29,1	24,5	23,0
Administraciones Públicas	3,6	3,6	4,1	4,0	4,5	3,8
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-6,5	-8,4	-9,6	-9,2	-5,1	-3,9
Administraciones Públicas	1,0	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-9,2
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	43,0	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g)						
Tipo de intervención semanal del BCE	2,0	2,8	3,9	3,9	1,2	1,0
Tipo de la deuda pública a diez años	3,4	3,8	4,3	4,4	4,0	4,2
Tipo sintético del crédito bancario	3,8	4,6	5,7	6,2	3,8	3,3
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base DIC 1985 = 100)	1.060,2	1.324,0	1.631,8	1.278,3	1.042,4	1.076,5
Tipo de cambio dólar/euro	1,2	1,3	1,4	1,5	1,4	1,3
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (h)	100,5	100,7	101,7	103,3	103,6	101,9
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (i)	108,8	111,6	115,4	119,2	116,1	113,0
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (i)	107,4	110,1	113,0	114,7	111,0	109,6
Medios de pago	14,4	11,3	-3,1	-3,3	8,6	-0,2
Activos líquidos (j)	11,6	8,4	8,3	9,8	1,0	2,7
Financiación total de las familias	20,9	19,6	12,5	4,4	-0,3	0,2
Financiación total de las empresas no financieras	21,4	27,9	17,7	8,2	-1,2	0,9

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 2000.

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 Incluye transferencias netas de capital recibidas.

g 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.

h Base I TR 1999 = 100.

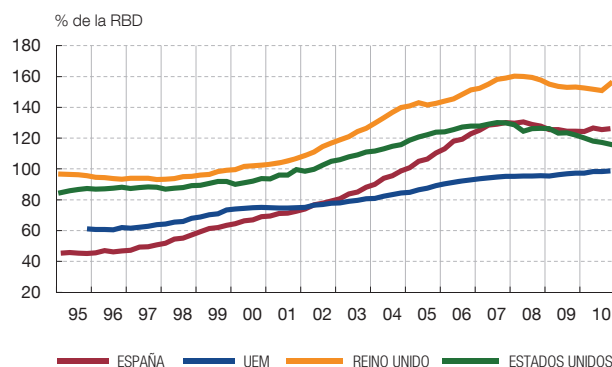
i Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

j Incluye los medios de pago, otros pasivos bancarios y fondos de inversión FIAMM.

CRÉDITO A HOGARES



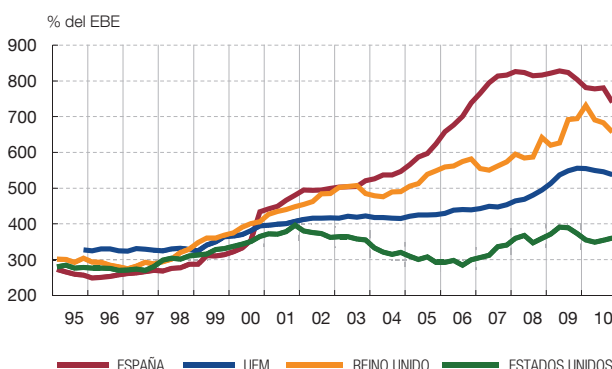
RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo, Reserva Federal, UK Office National Statistic y Banco de España.

austeridad aprobadas en mayo, que afectaron sobre todo a los componentes públicos de la demanda nacional, se dejaron sentir en la segunda mitad del ejercicio.

Pese al perfil de mejora gradual al que se ha aludido, el PIB descendió un 0,1 % en el promedio del año, como consecuencia del efecto de arrastre de las caídas de la producción del año precedente (3,7 %) (véase cuadro 1.1). En conjunto, la demanda interna siguió mostrando un tono débil, influida por la retirada del impulso expansivo del sector público sobre la demanda agregada, si bien su impacto sobre la actividad se vio mitigado por la aportación positiva de la demanda exterior neta, un efecto que estuvo dominado por el empuje de las exportaciones.

El gasto de las familias empezó a repuntar impulsado por el avance del consumo...

El gasto de las familias mostró los primeros indicios de crecimiento tras dos años de fuertes retrocesos, aunque estos se focalizaron exclusivamente en el componente de consumo, pues la inversión residencial volvió a retraerse. La recuperación del consumo siguió una secuencia desigual a lo largo del ejercicio como consecuencia de que la elevación de la imposición indirecta a partir de julio y la finalización de los planes de apoyo a la adquisición de automóviles indujeron un adelanto de las decisiones de gasto de las familias al primer semestre, que aminoró el volumen de compras del segundo.

... a pesar de la contracción de la renta disponible y la necesidad de reducir su nivel de endeudamiento

Y esta recuperación se produjo en un entorno en el que el alto endeudamiento continuó constituyendo un freno importante para un mayor dinamismo del gasto y en el que la renta disponible se redujo como consecuencia del descenso de las rentas salariales y de la menor aportación de otras fuentes de renta que la habían sustentado en la fase recesiva. Cabe destacar

la caída de la contribución proveniente de la actuación de las AAPP, que, si bien mantuvo un signo expansivo como corresponde a la situación de debilidad cíclica que todavía prevalecía, aminoró su cuantía por la retirada de los impulsos instrumentados en los años previos. Por su parte, la riqueza también disminuyó, aunque con menor intensidad que en 2009, tanto en su componente financiero como en el inmobiliario. Con este trasfondo, la tasa de ahorro experimentó un acusado descenso en 2010, quebrando la trayectoria alcista que había seguido en los tres años precedentes, hasta situarse en el 13,1 % de la renta disponible en el promedio del año. En el entorno de debilidad del gasto descrito, el recurso a la financiación ajena se estancó, aunque las bajas tasas del crédito recibido fueron insuficientes, a la postre, para reducir de manera significativa los ratios de endeudamiento del sector (véase gráfico 1.2).

La inversión residencial prolongó, en cambio, su trayectoria contractiva

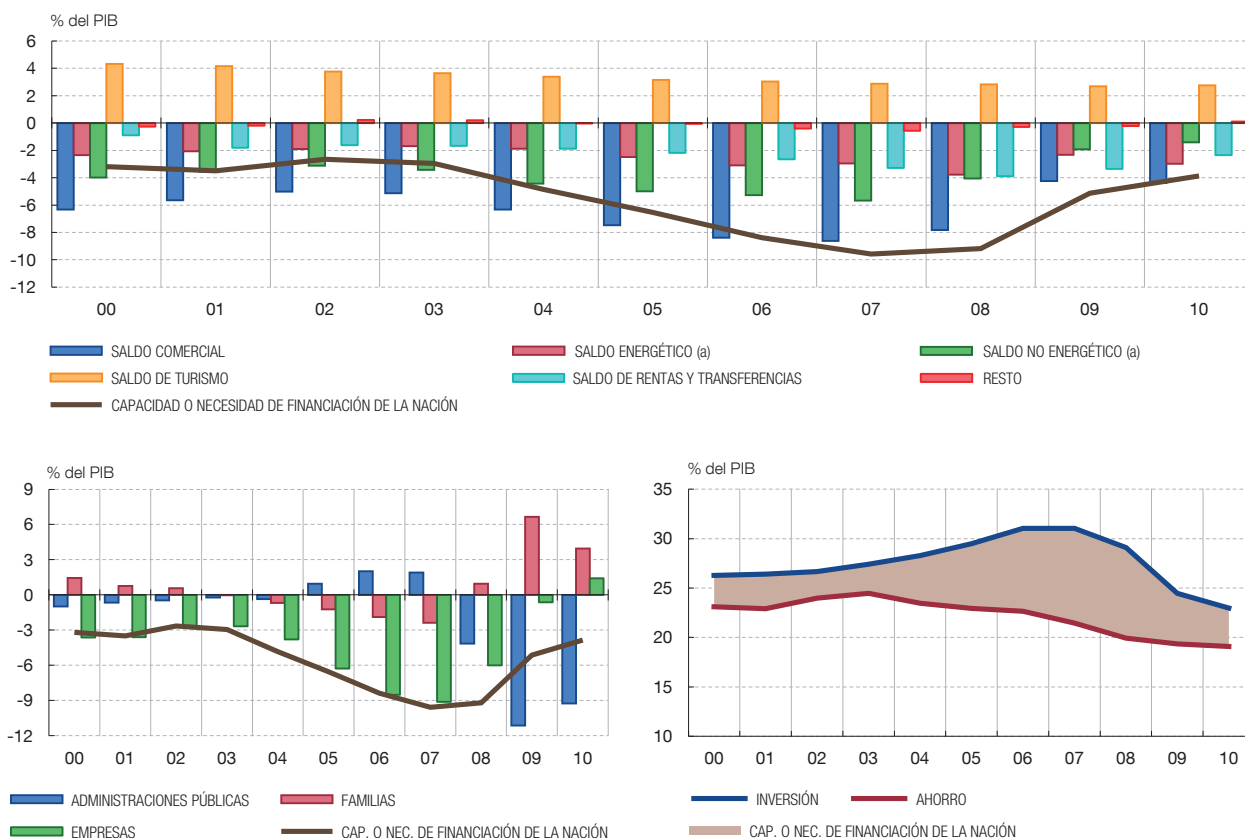
La inversión residencial continuó contrayéndose, hasta acumular un descenso de casi el 50 % desde el inicio de la fase bajista del ciclo, que situó el peso de la inversión residencial en el 4,7 % del PIB —4,5 puntos porcentuales (pp) por debajo del máximo alcanzado tres años antes—, en línea con el promedio histórico. Estas cifras apuntan a que el grueso de la corrección del exceso inmobiliario en términos de la actividad ya se ha realizado. A lo largo del año, algunos indicadores de demanda de vivienda empezaron a repuntar debido a la anticipación en la adquisición de inmuebles ante los cambios impositivos que se introdujeron (subida de imposición indirecta en julio y eliminación parcial de las deducciones fiscales a partir de 2011), pero también a la mejora de las condiciones de accesibilidad. Ello permitió que en 2010 dejara de aumentar el *stock* de viviendas sin vender, según las estimaciones disponibles, que no están exentas de incertidumbre, con lo que se inicia un período de absorción del exceso de inventarios que puede ser prolongado. Los precios de la vivienda descendieron nuevamente en 2010, tendencia que continuó en los primeros meses de 2011, lo que sitúa la caída desde su máximo en un 15,4 % (19,3 % en términos reales), magnitud todavía inferior a la que se observó en la fase bajista del ciclo inmobiliario de la década de los setenta, por lo que no cabría descartar caídas adicionales en el precio de este activo.

Mientras que la inversión empresarial siguió una trayectoria desigual por componentes

La inversión de las sociedades no financieras registró a lo largo del 2010 un comportamiento desigual por productos en un entorno de condiciones estrictas en el acceso a la financiación, exceso de capacidad acumulada y avances limitados en el proceso de desapalancamiento de las empresas. La inversión en bienes de equipo registró una leve recuperación tras el colapso del año previo, influida por las propias necesidades de reposición del capital instalado, la mejora de los mercados de exportación y el impacto del plan de estímulo a la adquisición de vehículos industriales. En cambio, el componente de inversión en construcción no residencial tuvo un comportamiento más negativo, pues se vio afectado por los recortes de la inversión en infraestructuras en la segunda mitad del año.

El sector de sociedades no financieras continuó mejorando su capacidad de financiación...

A lo largo de 2010 continuó la mejora de la capacidad de financiación de las sociedades no financieras. El aumento del ahorro, muy superior al de la inversión, permitió que se generara una capacidad de financiación equivalente al 0,4 % del PIB en el promedio del año, situación excepcional a tenor de su trayectoria histórica. Este aumento del ahorro empresarial se basó en buena medida en la continuada reducción de las plantillas, que permitió la reducción de los costes salariales por unidad de producto, aunque también contribuyó el significativo recorte de la carga financiera como consecuencia desfasada de la bajada de los tipos de interés. En el caso de los hogares, el retroceso del ahorro, más acusado que el de la inversión, determinó una capacidad de financiación inferior a la del año precedente, pero positiva, por tercer año consecutivo, por un importe equivalente al 4 % del PIB.



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.

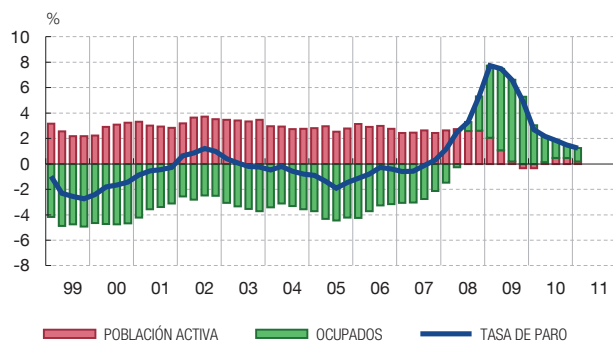
... así como las necesidades de financiación de la nación, que experimentaron un nuevo descenso

Este comportamiento del sector privado, junto con el recorte del déficit público, que se situó en el 9,2 % del PIB, propició una nueva reducción de las necesidades de financiación de la nación, que se cifraron en el 3,9% del PIB (véase gráfico 1.3). Esta cifra representa una considerable mejora desde los niveles de máxima dependencia externa alcanzados en 2007 (próximos al 10% del PIB), aunque tras ella subsisten algunos factores de riesgo que cabe mencionar. Desde el punto de vista de los intercambios con el resto del mundo, se detecta un cierto agotamiento del margen de mejora del saldo comercial, imputable al impacto negativo que ejerce la factura energética, amplificado en los últimos meses por la escalada del precio del petróleo, y un marcado descenso del déficit que generan los pagos por rentas de inversión. Precisamente, las pautas observadas en 2010 ilustran sobre los retos que se han de abordar para alcanzar recortes adicionales en la dependencia del ahorro exterior en el futuro. Será prioritario que las exportaciones puedan seguir beneficiándose de la recuperación del comercio mundial con ajustes adicionales en la competitividad y con el diseño de estrategias ambiciosas de diversificación de nuestros mercados. Resulta imprescindible, igualmente, que se reduzca la dependencia importadora, de forma singular en relación con el componente energético. Hay que tener en cuenta que la posibilidad de reducción del déficit de la balanza de rentas, que se recortó significativamente en 2010, se encuentra limitada por la elevada posición deudora neta de la economía frente al resto del mundo y el bajo nivel actual de los tipos de interés.

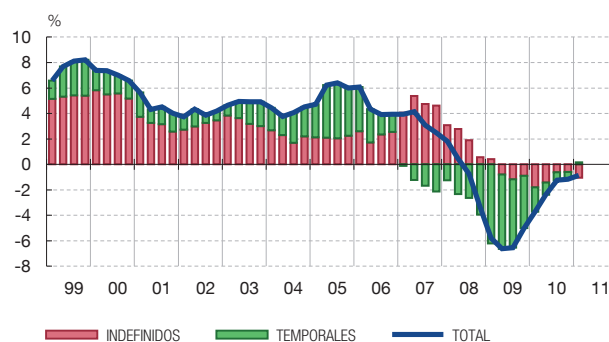
La destrucción de empleo se prolongó un año más, erosionando la confianza

La capacidad de la economía para generar puestos de trabajo se vio nuevamente lastrada por el continuado retroceso en la actividad de la construcción, sobre la que incidió en 2010 el frenazo de la construcción en obra civil, tras el recorte de la inversión pública que

VARIACIÓN INTERANUAL DE LA TASA DE PARO
Aportaciones de la población activa y del empleo



ASALARIADOS
Tasas interanuales y contribuciones



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 y del cambio de la definición del desempleo en 2001.

y la capacidad de recuperación

comportó el plan de austeridad fiscal (véase gráfico 1.4). La incertidumbre en torno a la fortaleza de la recuperación, las dudas sobre el alcance de las reformas en marcha y la debilidad del gasto interno pesaron adicionalmente sobre las decisiones de contratación tanto en la industria como en los servicios de mercado, que continuaron destruyendo empleo, aunque en menor cuantía.

La oferta laboral se expandió moderadamente, influida por el retroceso de la población en edad de trabajar...

El prolongado deterioro del mercado de trabajo alteró la dinámica de la oferta laboral, que se expandió muy moderadamente (un 0,2%), lejos de tasas próximas al 3% en el promedio de los años 2005-2008. Detrás de este débil aumento se encuentra la pérdida de dinamismo de la población en edad de trabajar que se venía observando desde el año anterior, influida por la drástica caída de los flujos netos de inmigración (en el bienio 2009-2010 fueron algo menos del 10% de los recibidos en media en el período 2005-2008). Ello provocó un descenso de la población en edad de trabajar de origen extranjero, por primera vez desde 1990, y un retroceso de la población activa de este grupo poblacional, del 0,7%. A pesar de ello, la tasa de actividad repuntó levemente, debido al incremento de la participación femenina, pues la tasa de actividad masculina y la de los grupos de edades más jóvenes reaccionaron negativamente a la situación cíclica.

... pero el desempleo siguió aumentando, con particular intensidad en el componente de larga duración

A pesar del freno en el avance de la población activa, el desempleo siguió aumentando en 2010, aunque con tasas más moderadas que en los años previos, y la tasa de paro se elevó hasta el 21,3% en el primer trimestre de 2011. El desempleo afectó con mayor severidad a los jóvenes, trabajadores menos cualificados y de nacionalidad extranjera. El paro de larga duración repuntó con intensidad, hasta representar el 42,5% del total en el promedio de 2010 (46,6% en el período de enero-marzo de este año), cifras suficientemente ilustrativas de la magnitud del reto que representa el retorno al mercado laboral de un colectivo cada vez más elevado y hace vaticinar un incremento sustancial del componente estructural del desempleo, lo que exige una respuesta enérgica de la política económica.

En el contexto de debilidad del mercado laboral, los costes laborales se moderaron de manera significativa

En el entorno de debilidad del mercado de trabajo, los costes laborales se moderaron de forma sustancial a lo largo de 2010, y más intensamente en la segunda mitad del ejercicio, por la influencia directa e indirecta del recorte de los salarios públicos (véase gráfico 1.5). La remuneración por asalariado aumentó un 0,7%, cifra que contrasta fuertemente con el incremento del 4% que registraron los costes laborales en 2009.

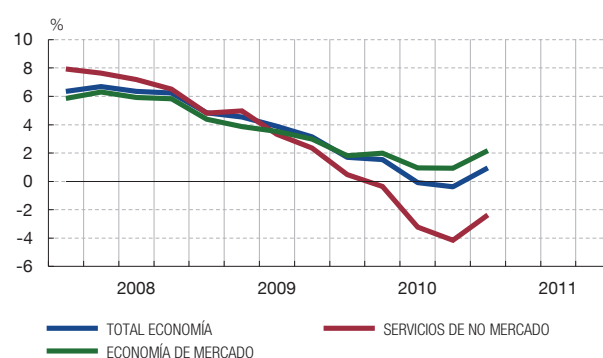
COSTES LABORALES UNITARIOS ESPAÑA-UEM
Tasas interanuales



COSTES LABORALES UNITARIOS
Tasas interanuales



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Tasas interanuales



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

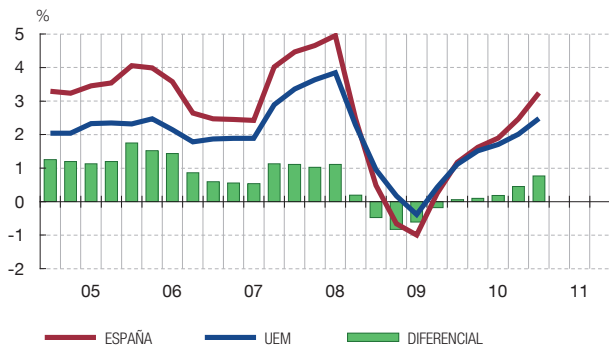
a Tasas interanuales cambiadas de signo.

Una parte significativa de esta desaceleración se debió al cambio de trayectoria de los salarios públicos, que cayeron un 1,8 % (frente al aumento del 4 % en 2009 y del 7 % en el bienio 2007-2008). El resto, a la ralentización en la remuneración por asalariado de la economía de mercado, que avanzó a una tasa del 1,4 % (frente al aumento del 3,7 % en 2009, o del 5,9 % en 2008, cuando se inició la fase más aguda de la recesión). El menor incremento en las tarifas negociadas en convenio, influidas por las recomendaciones del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado por los agentes sociales en febrero de 2010, y la ausencia de presiones inflacionistas determinaron este resultado, que a su vez permitió un descenso de los costes laborales unitarios en la economía de mercado, por segundo año consecutivo. La evolución de los salarios de convenio en los primeros meses de 2011 muestra un repunte que, de consolidarse, pondría en riesgo las mejoras en la competitividad necesarias para la reactivación del producto y del empleo.

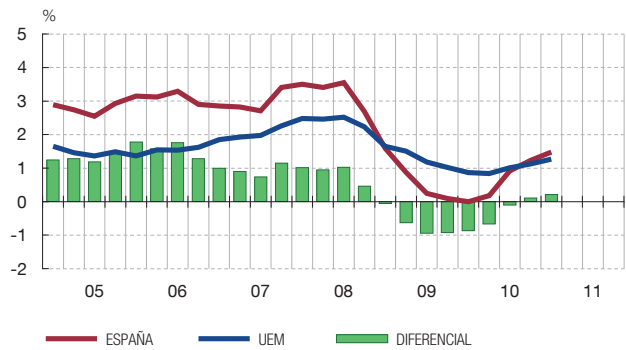
Y la inflación repuntó con fuerza por factores predominantemente transitorios

La inflación repuntó en la segunda mitad del ejercicio hasta alcanzar, en términos del IPC, una tasa de crecimiento interanual del 3 % en diciembre de 2010 (véase gráfico 1.6). Esta trayectoria ha continuado en los meses transcurridos de 2011, situando la tasa de variación interanual de los precios de consumo en el 3,8 % en abril, muy afectada por el intenso crecimiento de los precios del petróleo en los últimos meses. Una parte muy significativa de este aumento obedece a factores de naturaleza primordialmente

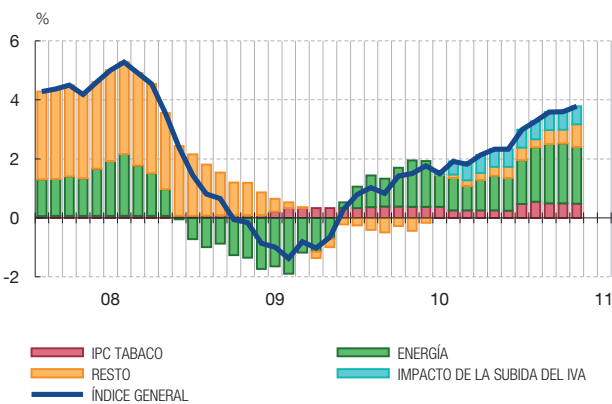
IPC
Tasas interanuales



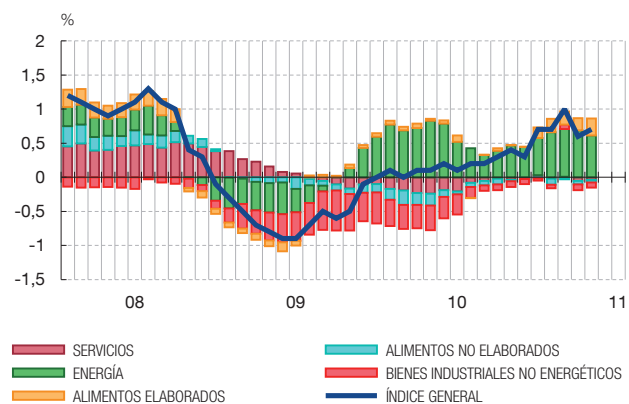
IPC SIN ENERGÍA
Tasas interanuales



CONTRIBUCIONES A LA TASA DE CRECIMIENTO DEL IPC



CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

transitoria, como son los cambios impositivos y de precios regulados, así como por la trayectoria alcista de los precios de las materias primas. Todos ellos tienen un efecto directo significativo sobre el nivel de precios y sobre la tasa de inflación, pero, si no se generan efectos indirectos sobre los costes de las empresas, su impacto terminará desapareciendo de la tasa interanual del IPC al cabo de un año. Para garantizar el carácter temporal del repunte de la inflación, es imprescindible, por tanto, que estos efectos indirectos sean limitados y que no se produzca una revisión generalizada de las expectativas de inflación que termine por afectar de manera permanente a los precios finales, bien a través de los precios que fijan los productores o bien mediante la negociación salarial. Una eventual resistencia a aceptar pérdidas transitorias de ingresos reales que para trabajadores y empresas comporta la subida del precio de la energía y de la imposición indirecta se traduciría en una mayor persistencia de las presiones inflacionistas y en una merma de las posibilidades de recuperación y creación de empleo.

Las perspectivas para 2011 dibujan un horizonte de recuperación lenta que no está exento de notables incertidumbres

Las perspectivas para el año 2011 dibujan un horizonte de recuperación lenta y muy dependiente de la capacidad para aprovechar el empuje del resto del mundo mediante mejoras sustanciales de competitividad, que permitan que la demanda exterior proporcione el soporte que necesita el despegue de la actividad y el empleo. La reanimación de la demanda interna se encuentra condicionada por el nivel de endeudamiento del sector privado. Este escenario está sujeto a una gran incertidumbre y posibles riesgos de desviación

La capacidad de ajuste de una economía ante distintas perturbaciones depende de una serie de características estructurales e institucionales, entre las que desempeña un papel destacado el grado de adaptación de precios y salarios a cambios en sus determinantes fundamentales. En el caso de la economía española, los mecanismos de determinación salarial y de formación de precios han configurado un patrón de ajuste que conduce a significativas fluctuaciones del empleo y de la actividad, con un comportamiento más inercial de precios y salarios, como demuestran numerosos estudios recientes¹. En la última crisis, por ejemplo, la magnitud de la destrucción de empleo fue muy superior a la de otros países de la UEM en los que el retroceso del PIB fue de magnitud

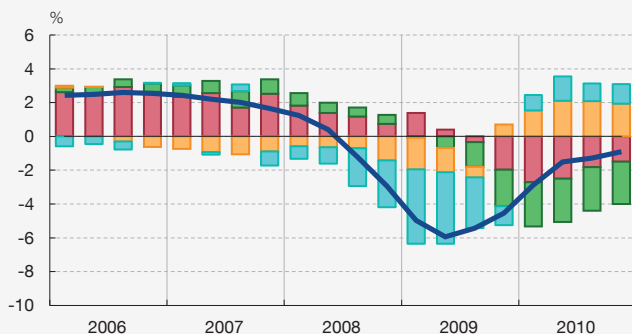
similar; posteriormente, las dificultades para generar empleo neto a las que se enfrenta la economía española están determinando una salida de la crisis más tardía y menos intensa. Por tanto, cabría preguntarse hasta qué punto la existencia de rigideces de precios y salarios ha sido un factor relevante en la recesión y puede suponer un lastre en la actual etapa de recuperación.

Para ilustrar el alcance de estas cuestiones, a continuación se utiliza un modelo de equilibrio general (denominado BEMOD) estimado para la economía española en el seno de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que recoge los distintos grados de rigidez nominal y real que existen en España y el resto de la UEM, bajo la forma de distintos valores estimados para la indiciación salarial o para la frecuencia de revisión de precios y salarios ante cambios en sus determinantes, como son el coste marginal y el salario de reserva, respectivamente². Debe tenerse en cuenta que el BEMOD

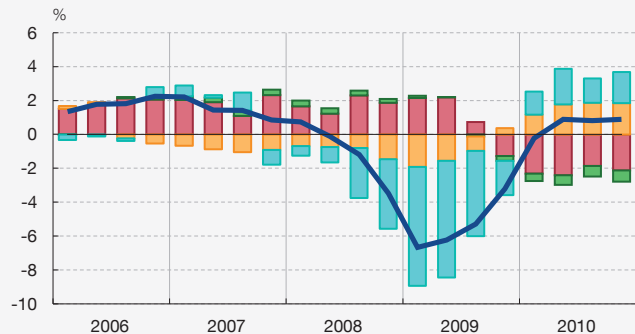
1 Para el caso de los salarios, véase, por ejemplo, P. Cuadrado, P. Hernández de Cos y M. Izquierdo (2011), «El ajuste de los salarios frente a las perturbaciones en España», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España. Para las rigideces de precios, un estudio que las cuantifica para España y otros países europeos es Dhyne et ál. (2006), «Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data», *Journal of Economic Perspectives*.

2 Véase el artículo de Andrés, Hurtado, Ortega y Thomas (2010), «Spain in the Euro: a General Equilibrium Analysis», publicado en *SERIEs*, vol. 1.

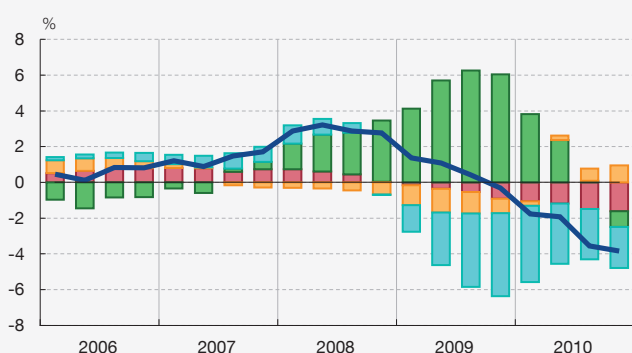
1 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB REAL: ESPAÑA



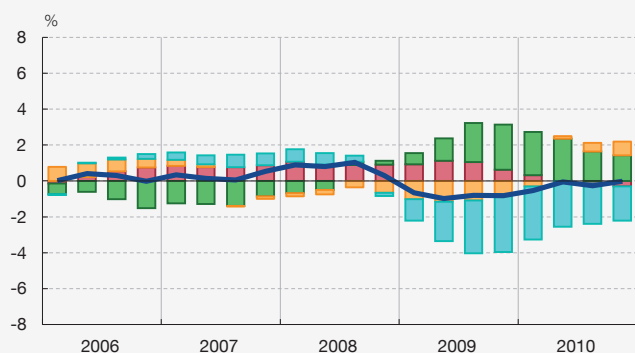
2 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB REAL: RESTO DE LA UEM



3 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS SALARIOS NOMINALES: ESPAÑA



4 TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LOS SALARIOS NOMINALES: RESTO DE LA UEM



■ OTRAS PERTURBACIONES: DEMANDA PRIVADA Y PÚBLICA, PRODUCTIVIDAD, Y DEL RESTO DEL ÁREA
■ PERTURBACIONES DE TIPOS DE INTERÉS
■ DESVIACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA VARIABLE OBSERVADA RESPECTO DE SU MEDIA (a)

■ PERTURBACIONES NACIONALES DE PRECIOS Y SALARIOS
■ PERTURBACIONES PROVENIENTES DEL RESTO DEL MUNDO

FUENTE: Banco de España.

a La suma de las contribuciones de todas las perturbaciones contempladas no es igual a la tasa de crecimiento observada del PIB o de los salarios, sino a la desviación de esta respecto de su valor promedio en el período 1997-2009.

no modeliza explícitamente más aspectos financieros que la evolución de los tipos de interés, y, por tanto, estos resultados, como todos los que se realizan a partir de modelos muy estilizados, deben interpretarse con la debida cautela³; en consonancia con trabajos recientes, el modelo estima una duración media de los precios inferior al año tanto en España como en el resto de la UEM, y algo superior al año en salarios, así como un efecto moderado de la inflación pasada sobre los precios, más relevante en los sectores no comerciables que en los expuestos a la competencia internacional, y similar en ambas economías. Sin embargo, el grado de indiciación salarial estimado es elevado en España y apenas significativo en el promedio de las demás economías europeas.

Este modelo permite identificar los distintos factores que originaron el descenso de la actividad en España y la UEM durante la última crisis. Los paneles superiores del gráfico 1 representan la evolución del crecimiento del PIB en España y el resto de la UEM, junto con las contribuciones de las principales perturbaciones que hicieron que estas economías se desviasen de su patrón de crecimiento medio histórico⁴. Destaca al comienzo de la recesión la gran contribución negativa de la partida denominada «resto del mundo», que recoge, sobre todo, el efecto del fuerte retroceso de la demanda mundial y que incide en mayor medida sobre el resto del área del euro que sobre España, menos abierta al resto del mundo. Fue también la recuperación de la demanda exterior la que tuvo una contribución más decidida a la reactivación económica en 2010 —de nuevo también en mayor medida en el resto de la UEM—, junto con el mantenimiento del tono expansivo de la política monetaria, con tipos de interés menores que lo que indicaría la respuesta estimada en el modelo de estos a la inflación y

al ciclo del área (la regla de Taylor estimada sugiere que, para la caída del PIB y la inflación observada, la reducción de los tipos de interés podría haber sido más intensa y más rápida). Las barras rojas, por su parte, recogen un conjunto amplio de perturbaciones, principalmente las correspondientes a la demanda pública (que tuvieron un efecto positivo muy marcado durante los programas de estímulo público de los años 2008 y 2009, y negativo con la consolidación comenzada en 2010) y a la demanda privada nacional (que presentó aportaciones muy negativas en 2008 y 2009), pero también las de productividad, así como las provenientes del resto del área del euro⁵.

Junto a estas contribuciones de diversas perturbaciones a la crisis, se identifica un claro efecto negativo sobre el crecimiento en 2009-2010 debido al insuficiente ajuste de precios y salarios a la evolución de sus determinantes, incluso en relación con la respuesta gradual mencionada anteriormente que estima el modelo, a través de una actualización no inmediata de precios y salarios y de la indiciación a la inflación pasada relativamente reducida de los precios, prácticamente inexistente en los salarios en el resto de la UEM, pero cercana al 50 % en el caso de los salarios en España. Así, las contribuciones de las distintas perturbaciones a la evolución de los salarios representadas en los paneles inferiores del gráfico muestran cómo estos crecieron en España por encima de sus determinantes (perturbaciones positivas representadas con barras verdes) desde 2008. En ausencia de esa rigidez, por ejemplo, los salarios hubieran caído un 1,4 % en 2009, frente al crecimiento del 4 % observado, lo cual habría provocado, dado el efecto retardado de estos sobre el empleo y la actividad, un impulso positivo sobre el PIB de 2,6 pp en 2010. En el resto de la zona del euro, aunque los salarios han crecido por encima de sus determinantes desde 2009, lo han hecho en menor medida que en el caso español y su impacto sobre la actividad es pequeño.

- 3 Los tipos de interés se modelizan de acuerdo con una regla de Taylor estimada donde los tipos a corto plazo sobre los que actúa el BCE evolucionan en respuesta a los movimientos de la inflación y la actividad del área del euro en su conjunto, pero pueden sufrir perturbaciones que les hagan tomar valores por encima o por debajo de estos fundamentos.
- 4 Es decir, la suma de las contribuciones de todas las perturbaciones contempladas no es idénticamente igual a la tasa de crecimiento del PIB o de los salarios, sino a la desviación de esta respecto de su valor promedio en el período de estimación del modelo: 1997-2008.

- 5 Algunas de estas aportaciones resultan individualmente muy significativas, pero al agruparse tienden a compensarse entre sí, de ahí el tamaño relativamente reducido de la aportación de este conjunto de perturbaciones.

SIMULACIÓN DE UN AUMENTO DEL 50 % DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (a)

En porcentaje

	Diferencias de nivel acumuladas en el segundo año respecto del escenario base			
	España		Resto UEM	
	Rigideces estimadas	Economía flexible	Rigideces estimadas	Economía flexible
PIB	-1,59	-1,14	-1,11	-0,93
Empleo	-1,12	-0,62	-0,78	-0,57
Deflactor del consumo	1,74	1,34	1,18	1,01
Salarios nominales	0,04	-0,82	-0,21	-0,76

FUENTE: Banco de España.

De cara a la fase de recuperación a la que se enfrenta la economía española, es necesario, por tanto, insistir en la conveniencia de que se produzcan las reformas necesarias para disponer de un grado mayor de flexibilidad de precios y, especialmente, salarios. En el contexto de la Unión Económica y Monetaria, la imposibilidad de devaluar nuestra moneda debe ser suplida por una suficiente flexibilidad de precios y salarios que permita obtener ganancias de competitividad-precio. Esta flexibilidad es, además, imprescindible en un contexto en el que se van a producir perturbaciones adicionales, como es la reciente subida del precio del petróleo.

Para ilustrar cómo una reducción de estas rigideces podría ayudar al proceso de recuperación a que se enfrenta la economía española en los próximos años, en el cuadro 1 se simulan con el modelo BEMOD los efectos de un aumento del precio del petróleo bajo distintos escenarios. Cuando se utiliza el modelo con el grado de rigidez estimado con los datos observados, se observa que, ante un aumento persistente del precio del petróleo del 50 %, el PIB en España se reduciría 1,6 pp respecto al escenario base al cabo de dos años, y el empleo 1,1 pp, también respecto al escenario base. En el resto de la UEM, sin embargo, las desviaciones de la actividad

y el empleo serían tan solo 1,1 pp y 0,8 pp, respectivamente, debido tanto a su mayor flexibilidad observada como al menor peso de los bienes energéticos en sus procesos productivos y en su cesta de consumo. También se ha simulado qué ocurriría en un escenario de flexibilidad salarial total y en el que se cancelan los efectos de segunda vuelta sobre los precios de cualquier perturbación inflacionista, de modo que tanto en la economía española como en el resto de la zona del euro desaparece la indiciación salarial y los salarios se revisan cada trimestre (este escenario contrafactual es bastante extremo, por lo que las cuantificaciones obtenidas deben tomarse con cautela). En este caso, el impacto negativo sobre el PIB y el empleo en España se reduciría porque los salarios caen ante el retroceso de la actividad y el empleo, permitiendo que la perturbación se salde con un menor ajuste del empleo y, por tanto, del PIB. De este modo, ante el mismo aumento del precio del petróleo antes simulado, en este escenario con total flexibilidad se destruirían el segundo año aproximadamente la mitad de puestos de trabajo que en el escenario con rigideces, es decir, se mantendrían 85.000 puestos de trabajo más. En el caso del resto de la UEM, las diferencias entre los dos escenarios son más reducidas, puesto que el grado de flexibilidad de precios y salarios existente es más cercano al del contra-factual de flexibilidad salarial.

a la baja, asociados a las tensiones en los mercados financieros, que podrían continuar afectando negativamente a las condiciones de financiación y a la confianza de los agentes económicos. Un riesgo añadido es el que se deriva de la escalada del precio del petróleo, que puede modificar la trayectoria de recuperación de los países avanzados y afectar al proceso de confianza de los agentes económicos y financieros. Esta perturbación puede exacerbar los factores de oferta que tradicionalmente han limitado la flexibilidad y el potencial de crecimiento de la economía y que resultan de la interacción de una elevada dependencia energética con la rigidez en la formación de costes y precios en España. La moderación de la inflación y el ajuste de precios relativos son requisitos fundamentales para asegurar la recuperación (véase recuadro 1.1).

5 La magnitud de los retos planteados y la responsabilidad de la política económica

La economía española afronta una situación difícil cuya superación requiere políticas económicas ambiciosas

Como se ha puesto de manifiesto en los epígrafes anteriores, las tensiones vividas por la economía española se debieron en gran medida a las vulnerabilidades emergidas con motivo de la crisis financiera, cuyo origen se encontraba en los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante la larga fase expansiva. Transcurrido un año desde que se desencadenara esta nueva fase de la crisis, vinculada a la deuda soberana, los factores que obstaculizan el retorno a una senda de crecimiento sostenido no se han eliminado completamente, como tampoco lo han hecho las dudas sobre su capacidad de crecimiento a medio y largo plazo, a pesar del giro en la orientación de la política económica. Todo ello configura una situación difícil que plantea importantes retos; entre ellos, apuntalar la recuperación, al tiempo que se completan los ajustes en marcha, se sana la economía y se recupera la confianza.

En esta tesitura, la respuesta de la política económica es decisiva y el papel de las reformas estructurales es central para culminar la corrección de los desequilibrios. Del

grado de exigencia con que estas se planteen dependerá la trayectoria futura de la economía española; de manera singular, la velocidad y magnitud de la recuperación y su capacidad para generar empleo. En el pasado, la instrumentación en momentos críticos de reformas ambiciosas fue determinante para impulsar el proceso de modernización y de convergencia real. Dentro de la UEM, el diseño e instrumentación de reformas estructurales es aún más importante, porque no se dispone del tipo de cambio para generar ganancias de competitividad a corto plazo y porque se ha agotado por completo el margen de utilización de las políticas expansivas de demanda. En las circunstancias presentes, existe una oportunidad para que el esfuerzo de ajuste permita completar la adaptación de la economía a los requerimientos de estabilidad macroeconómica que comporta la pertenencia a la UEM.

En el último año se ha emprendido un cambio de orientación de la política económica en tres grandes áreas

Como ya se ha señalado, a lo largo del último año se han emprendido reformas en tres grandes áreas; en el ámbito de la reestructuración y recapitalización del sistema financiero¹; en el plano de la consolidación fiscal y en el terreno de las reformas estructurales. La actitud reformista debe perseverar y se ha de seguir avanzando en estas tres líneas de actuación, que están estrechamente relacionadas.

En el ámbito financiero, está teniendo lugar un proceso profundo de saneamiento, reestructuración y recapitalización...

En el ámbito financiero, los desequilibrios acumulados en una parte del sector bancario (especialmente en algunas entidades del sector de cajas de ahorros) llevaron, ya en 2009, a adoptar algunas medidas encaminadas a propiciar un sustancial saneamiento, reestructuración y recapitalización de ese segmento, que es en el que tendió a concentrarse la pérdida de confianza de los inversores. Tales desequilibrios se centraron en problemas de sobredimensionamiento, concentración excesiva de riesgos inmobiliarios y una elevada dependencia de la financiación procedente de los mercados mayoristas. De forma adicional, a estos desequilibrios se han unido las dificultades derivadas de algunas características singulares de las cajas de ahorros que han amplificado la percepción de vulnerabilidad de estas instituciones: su particular estructura societaria, un modelo de gobernanza corporativa insuficientemente robusto, las dificultades para captar en los mercados recursos de capital de primera calidad y las complejidades que, en comparación con el resto de las entidades de crédito, se derivan de un marco jurídico que combina actuaciones del Estado y las CCAA.

En 2009 se creó el Fondo para la Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) con el doble objetivo de resolver de una manera ordenada eventuales situaciones de falta de viabilidad de las entidades y de facilitar los procesos de integración entre instituciones viables. En este último caso, el apoyo financiero del FROB se condicionaba a la presentación de un plan de integración, que contenía el plan de negocio y de reestructuración, que tenía que aprobar el Banco de España (en el recuadro 1.2 se ofrece mayor detalle sobre el FROB y sobre el resto de medidas que se comentan a continuación).

... imprescindible para hacer frente a unos problemas de confianza agravados como resultado de la crisis de la deuda soberana...

La primera oleada de la crisis de la deuda soberana en la primavera del pasado año trajo consigo una pérdida general de confianza de los inversores que, por los motivos señalados, afectó singularmente a un grupo de países, entre los que se encontraba el nuestro. En última instancia, estas circunstancias pusieron de manifiesto la necesidad de acelerar los procesos de integración, con objeto de lograr sinergias que permitan reducciones de costes, con la idea final de crear entidades con mayor volumen de activos, mejor gestionadas y más eficientes, que estén en mejores condiciones para captar financiación en los

¹ El análisis del sistema financiero español y su reestructuración y recapitalización se realiza con mayor detalle en otras publicaciones especializadas del Banco de España, como el *Informe de Estabilidad Financiera* o la *Memo-ria de la Supervisión Bancaria en España*.

En este recuadro se describen con cierto detalle las características principales de las diferentes medidas adoptadas en el marco del proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema bancario español que se comenta en el texto principal. Este proceso se inició con la creación del Fondo de Reestructuración Bancaria Ordenada (FROB), recogida en el RDL 9/2009, de 26 de junio, que tuvo un doble propósito: aportar una solución para entidades que dejaran de ser viables y facilitar los procesos de integración de instituciones viables promoviendo su reestructuración. La primera modalidad solo se ha utilizado en un caso (Cajasur), aunque antes de la creación del FROB se intervino otra entidad (Caja Castilla-La Mancha) mediante la participación del Fondo de Garantía de Depósitos. El peso conjunto de estas dos cajas apenas superaba el 1 % de los activos totales del sistema. La segunda variante se instrumentó a través de la suscripción por parte del FROB de participaciones preferentes convertibles en acciones, cuotas participativas con derecho a voto o aportaciones al capital de cooperativas, con un plazo máximo de cinco años prorrogable por dos más y una remuneración mínima del 7,75 %¹. Las ayudas estaban condicionadas a la presentación de un plan de integración que había de ser aprobado por el Banco de España. Esta vía sirvió para apoyar ocho procesos de integración de cajas de ahorros, en los que el FROB se comprometió con ayudas por 10.066 millones de euros (en torno al 1 % del PIB)². Añadiendo otros cuatro procesos que no han requerido la participación del FROB, la reestructuración resultante ha sido profunda,

como muestra el cuadro adjunto³. En conjunto⁴, están implicadas 39 cajas de un total de 45, que representan un 88 % de los activos de este subsector y el 32 % de los del sistema bancario nacional. El resultado es una reducción del número de cajas o grupos de cajas a 18, con una dimensión media de 70.000 millones de euros, casi 2,5 veces superior a la anterior. Los planes de integración aprobados contemplan también un descenso de entre el 20 % y el 25 % del número de oficinas y de entre el 12 % y el 18 % del personal. Estos desarrollos han venido acompañados de un importante esfuerzo de saneamiento de los balances, que, para el conjunto de las entidades de depósito españolas, ha ascendido a unos 96 mm de euros (un 9,5 % del PIB) en el trienio 2008-2010, como muestra el gráfico adjunto.

Durante la primavera de 2010, se realizaron unas pruebas de resistencia coordinadas a nivel europeo. Se consideró que el nivel de capital objetivo que debían alcanzar las entidades tras el ejercicio debía ser del 6 % de los recursos propios básicos (*Tier 1*) sobre activos ponderados por riesgo (por encima del 4 % vigente en la regulación en ese momento). En España, el ejercicio se realizó con una cobertura del 90 % de los activos totales del sistema. Los resultados, que fueron divulgados a finales de julio con un amplio detalle de información, pusieron de manifiesto la capacidad de resistencia de la mayoría de las entidades españolas, ya que solo cuatro grupos de cajas de ahorros presentaban necesidades adicionales de capital por valor de 1.835 millones de euros en el escenario adverso. Durante la primavera de 2011 se está realizando un ejercicio similar, cuyos resultados se espera que se publiquen en el mes de junio.

- 1 La remuneración será el máximo entre 7,75 % y el rendimiento de la deuda pública española a cinco años, más 500 pb en el momento de aprobación de la operación, y aumenta en 15 pb cada año hasta el quinto, y en 100 pb por año adicional si se prorroga la operación.
- 2 Estas cifras no incluyen el proyecto inicial del SIP Banco Base, para el que se preveían ayudas por 1.493 millones de euros (haciendo un total de 11.559 millones), que finalmente no llegaron a concederse. Las dos entidades o grupos resultantes de dicha ruptura han planteado sus estrategias de recapitalización de acuerdo con las nuevas necesidades derivadas de lo previsto en el Real Decreto Ley 2/2011.

En julio del pasado año, el Gobierno aprobó la reforma de la ley de cajas de ahorros mediante el RDL 11/2010 con el fin de afrontar las dos debilidades estructurales del sector, ligadas a su peculiar estructura

- 3 Cabe señalar que también se han realizado procesos de integración entre otras entidades del sistema financiero español (bancos y cooperativas de crédito) como iniciativas voluntarias encaminadas a mejorar su eficiencia.
- 4 Considerando la ruptura del proyecto SIP Banco Base.

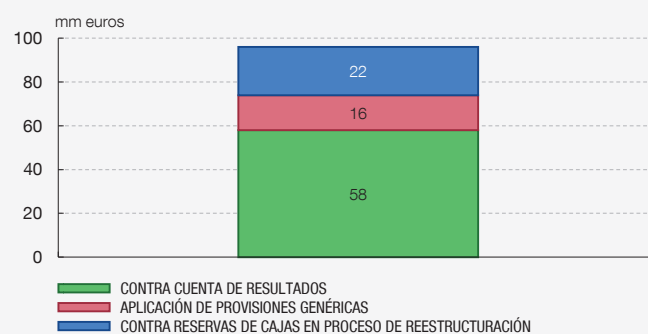
PROCESOS DE REESTRUCTURACIÓN DE CAJAS DE AHORROS

	Entidades participantes	Entidades finales	Activos totales (millones de euros) (a)	Activos en porcentaje del total cajas de ahorros	Activos en porcentaje del total sistema bancario (b)
Procesos de integración con ayudas FROB	33	9 (4 SIP)	863.353	68,1	24,8
Procesos de integración sin ayudas FROB	7	3 (1 SIP)	330.263	26,1	9,5
Total reestructuración (c)	40	12 (6 SIP)	1.193.616	94,2	34,3
Resto	5	5	73.452	5,8	2,1
Total cajas de ahorros	45	17	1.267.068	100	36,4

FUENTE: Banco de España.

- a Datos balances consolidados a 31.12.2010.
- b Suma total de los balances consolidados de entidades bancarias nacionales.
- c Incluye la reestructuración de CCM, aunque en este caso se utilizó el marco tradicional del FGD.

PROVISIONES CONSTITUIDAS DESDE ENERO DE 2008



jurídica, que se habían puesto de manifiesto de manera clara durante la crisis: los problemas de gobernanza y la limitada capacidad para obtener recursos propios de máxima calidad. Para lo primero, se establecieron límites más restrictivos a la presencia de representantes de las Administraciones Públicas en los órganos rectores de estas entidades y se exigió una adecuada capacitación profesional a los mismos. Para corregir la segunda deficiencia, se introdujo un régimen legal más atractivo para las cuotas participativas y se ampliaron las estructuras jurídicas a través de las que las cajas de ahorros pueden prestar sus servicios financieros, permitiéndoles ejercer su actividad financiera mediante sociedades anónimas con la categoría de bancos, bien a través de la figura de los denominados Sistemas Institucionales de Protección (SIP), bien mediante la creación de un banco al que se traspasaría el negocio financiero.

También en el verano de 2010 el Banco de España modificó la normativa contable de provisiones, mediante la CBE 3/2010, con un triple objetivo: reconocer el valor de las diferentes garantías inmobiliarias según el tipo de activo, pero aplicando importantes recortes por precaución y acortando el plazo en que se debe provisionar el conjunto del riesgo; incrementar las dotaciones mínimas por los activos adjudicados, que dependen tanto de las tasaciones como del paso del tiempo, e incentivar el establecimiento de márgenes de prudencia mayores para la concesión de créditos. Más tarde (en noviembre), exigió a las cajas de ahorros que publicaran información pormenorizada sobre sus riesgos y coberturas, en especial las exposiciones al sector inmobiliario y el volumen de financiación mayorista y la situación de liquidez, lo que hicieron antes del final de enero de 2011. Asimismo, en ese mes también se requirió formalmente a todas las entidades para que incorporaran esta información a sus estados financieros de 2010.

El 18 de febrero de 2011, el Gobierno aprobó el RDL 2/2011, por el que aumentó el nivel mínimo exigible de capital de las entidades, introduciendo un nuevo coeficiente de solvencia, que se deberá cumplir manteniendo un capital principal⁵ de, al menos, un

5 Su definición es más estricta que la de recursos propios básicos anterior, ya que está basada en el concepto de *common equity Tier 1* de Basilea III en su versión aplicable en 2013, con algunas modificaciones.

8 % de los activos ponderados por riesgo, elevándose la ratio hasta el 10 % para aquellas entidades en las que el peso relativo de la financiación procedente de los mercados mayoristas supere el 20 % y que no tengan colocado entre terceros al menos un 20 % de su capital. Asimismo, se reformó el funcionamiento del FROB para que este pueda utilizarse para recapitalizar aquellas entidades que no puedan cumplir con estos requisitos mediante el recurso a los mercados. Concretamente, se le habilita para que pueda suscribir acciones ordinarias en condiciones de mercado, que deberá vender antes de que transcurran cinco años, a condición de que la entidad presente un plan de recapitalización que debe aprobar el Banco de España. En estos casos, el FROB se incorporará como administrador al consejo de administración de la institución afectada. Si se trata de una caja de ahorros o de una integración de estas a través de un SIP, esta modalidad exigirá traspasar toda la actividad crediticia a un banco por alguna de las vías previstas en el RDL 11/2010. Las nuevas exigencias tienen que cumplirse en septiembre de este año, aunque podrá solicitarse una prórroga de tres meses, ampliable a seis en los casos de procesos de admisión a cotización. El pasado 10 de marzo el Banco de España comunicó los requerimientos de capital derivados de la aplicación de la nueva normativa, resultando que 12 entidades (dos bancos españoles, dos filiales de bancos extranjeros y ocho cajas de ahorros) presentaban unas necesidades adicionales de capital por un importe total de 15.152 millones de euros (14.077 millones correspondientes a cajas de ahorros). El 14 de abril el Banco de España aprobó las estrategias para cumplir con estos nuevos requisitos de capital. En el caso de las entidades participantes en el proyecto original de SIP Banco Base, se han presentado estrategias por separado referidas a las necesidades de capital de las dos entidades o grupos de entidades que han resultado de dicha ruptura. El 28 de abril, dentro del plazo legalmente previsto, las entidades o grupos de entidades que han solicitado al FROB los recursos de capital que necesitan para cumplir estos requisitos de capital, como fuente prioritaria, han remitido sus planes de recapitalización. A partir de dicha fecha, siguen realizándose las actuaciones previstas en el nuevo Real Decreto Ley 2/2011, tanto por parte del Banco de España como por parte del FROB, con objeto de cumplir los trámites y calendarios establecidos.

mercados. La reacción de las entidades se materializó en una aceleración que se plasmó en la aprobación de un número significativo de operaciones de integración, la mayoría de ellas con apoyo financiero del FROB, que afectaron a una parte muy significativa del subsector de cajas de ahorros. Como resultado, el número de cajas de ahorros o grupos de cajas de este subsector ha pasado, a finales de mayo, de 45 a 18, al tiempo que los planes de integración aprobados contemplaban importantes reducciones tanto del número de sucursales como del personal de las entidades involucradas.

En el verano de 2010 se publicaron, con un grado de detalle y de información elevado, los resultados de las pruebas de resistencia, realizadas de forma coordinada a nivel europeo,

que en el caso de España cubrieron los bancos cotizados y la totalidad de las cajas de ahorros. Estos resultados mostraron que el sistema financiero español en su conjunto podía resistir perturbaciones extremas poco probables y que solamente cuatro agrupaciones de cajas no lograrían, en caso de que esas hipótesis se materializaran, mantener los niveles de capitalización exigidos en la prueba.

Las reestructuraciones y recapitalizaciones acometidas, así como el esfuerzo de saneamiento que las entidades venían realizando, ofrecían una respuesta adecuada a los problemas de sobredimensionamiento y de acumulación excesiva de riesgos de las cajas, tal y como confirmaban las pruebas de resistencia. Simultáneamente, en el verano de 2010 se aprobó una ley para la reforma de las cajas de ahorros cuyo objetivo principal fue mejorar la gobernanza de estas instituciones y su capacidad para captar recursos propios en los mercados de capital.

Estas actuaciones se vieron potenciadas también por otras tomadas en esas mismas fechas tanto a nivel europeo (los mecanismos de apoyo financiero y las medidas no convencionales de política monetaria) como español (consolidación fiscal y reforma del mercado de trabajo). Las tensiones comenzaron a remitir después del verano y la confianza de los inversores, a recuperarse. De este modo, tuvo lugar una reducción de las primas de riesgo de los activos emitidos por el sector público y por las instituciones financieras y un retorno gradual de los flujos de capital exteriores.

... y nuevamente realimentados, más tarde, por las tensiones que causó la crisis bancaria irlandesa

No obstante, este proceso se interrumpió de forma brusca en el otoño como resultado del estallido de la crisis bancaria irlandesa. Es importante destacar que por su naturaleza, centrada en el sector bancario, este episodio resultó particularmente perjudicial para el proceso de reestructuración y recapitalización de las cajas. El hecho de que las dos entidades bancarias irlandesas que habían participado en las pruebas de resistencia antes comentadas y las habían superado fueran parte integral de los problemas debilitó sustancialmente la confianza de los inversores en los resultados de las pruebas. Volvieron a elevarse entonces los costes de financiación de la banca y aumentaron sus dificultades para acceder a los mercados mayoristas. Las entidades crediticias españolas, y especialmente las cajas de ahorros, vieron de este modo cómo se perdía una parte importante del terreno ganado gracias al impulso reformista previo.

En noviembre, el Banco de España requirió a las cajas de ahorros que hicieran un ejercicio especialmente intenso de transparencia con objeto de facilitar un correcto análisis de su situación, publicando, antes de finales de enero de 2011, datos detallados sobre su exposición al sector de la promoción y la construcción inmobiliarias y sobre el volumen de financiación mayorista y su situación de liquidez, los dos elementos que eran percibidos por los mercados como los principales factores de riesgo de esas entidades. A su vez, en febrero de 2011, el Gobierno aprobó un Real Decreto Ley por el que se elevaron los niveles mínimos de solvencia exigidos a todas las entidades y se habilitó al FROB para que pudiese adquirir, de manera temporal y sujeta a la aprobación por parte del Banco de España de un plan de recapitalización, acciones del capital social de aquellas entidades que no pudieran obtener en el mercado los fondos requeridos en el plazo establecido. Los requisitos de capital se han elevado en mayor medida para las entidades que no cuentan con suficiente participación de terceros en su capital y más dependientes de los mercados mayoristas, y se ha establecido también que el recurso al FROB por parte de una caja de ahorros conlleve el traspaso por parte de esta de su negocio a una entidad bancaria, lo que se traduciría en un cambio sustancial, entre otras cosas, en su régimen de gobernanza corporativa y en sus posibilidades de acceso a los mercados de capitales.

El objetivo de este nuevo conjunto de medidas, junto con la próxima publicación de los resultados de las nuevas pruebas de resistencia a nivel europeo, es contribuir decisivamente al restablecimiento de la confianza de los inversores internacionales en nuestro sistema financiero, reduciendo el riesgo de una prolongación de las tensiones que pudiera minar la recuperación de la economía española.

En el plano de la política fiscal, se definió una estrategia de consolidación presupuestaria exigente para los años 2010 y 2011...

En el plano presupuestario, el Gobierno aprobó en mayo un paquete de medidas de recorte del déficit para 2010 y 2011, adicional al que ya incorporaban los Presupuestos Generales para 2010 (la retirada de algunas de las medidas extraordinarias de corte expansivo, en vigor durante la crisis, y el incremento del IVA a partir del 1 de julio, entre otras). El paquete de mayo supuso un recorte adicional del gasto de en torno a un 1,5 % del PIB para esos dos años, con lo que la senda de reducción del déficit quedó establecida en el 9,3 % del PIB, 6 % del PIB y 4,4 % del PIB en 2010, 2011 y 2012, respectivamente.

... que anticipaba el esfuerzo de ajuste previsto hasta 2013 al bienio 2010-2011 y estaba basada predominantemente en recortes del gasto de corte estructural

La estrategia de consolidación definida por el Gobierno adelantó el grueso del ajuste al bienio 2010-2011 y lo hacía descansar en recortes de gasto, muchos de ellos de naturaleza estructural, entre los que cabe destacar el descenso en la remuneración de los asalariados públicos a partir de junio de 2010, la reducción de la inversión pública, la congelación de los salarios públicos y de las pensiones en 2011 o la limitación de la tasa de reposición de los empleados públicos al 10 %. Los Presupuestos Generales del Estado para 2011 validaron estas medidas e introdujeron recortes adicionales en otras partidas presupuestarias, así como ciertos aumentos impositivos (en concreto, la subida de la tributación en el tramo estatal de IRPF para rentas superiores a 120.000 euros y la eliminación de la deducción por adquisición de vivienda habitual para rentas superiores a 24.170,2 euros). La Actualización del Plan de Estabilidad para el período 2010-2014, que el Gobierno aprobó el 29 de abril, confirmó la senda de ajuste hasta 2013 ya mencionada y fijó adicionalmente un objetivo de déficit para 2014 del 2,1 % del PIB, que sería compatible con una ratio de deuda pública con respecto al PIB del 68,9 % del PIB, con lo que, de cumplirse los objetivos del plan de consolidación propuesto, en 2014 se iniciaría la trayectoria descendente de esta variable.

El cierre de las cuentas públicas para 2010 —que implica un déficit de las AAPP equivalente al 9,2 % del PIB y una ratio de deuda pública del 60,1 % del PIB— muestra que las medidas adoptadas en 2010 han sido efectivas para revertir la trayectoria alcista del déficit público, si bien comportan un esfuerzo de ajuste presupuestario desigual entre las distintas Administraciones: mientras que el Estado redujo el déficit en 4,3 pp (hasta el 5 % del PIB), las CCAA lo aumentaron en 1,4 pp (hasta el 3,4 %). La posición fiscal de la Seguridad Social también se deterioró en un 1 pp, alcanzando un déficit del 0,2 %.

Las proyecciones fiscales para 2011 y 2012 indican la existencia de algunos riesgos de desviación de los objetivos de déficit...

Por otra parte, las proyecciones fiscales para 2011 y 2012 realizadas por el Banco de España en el marco del ejercicio anual de proyecciones macroeconómicas apuntan a que existen algunos riesgos de desviación al alza respecto a los objetivos de déficit. La reducción prevista del déficit se basa en unas previsiones macroeconómicas que, de no confirmarse, podrían traducirse en una evolución menos favorable de los ingresos. Por otra parte, no se pueden descartar posibles desviaciones en el ámbito de las Administraciones Territoriales.

El programa de consolidación fiscal constituye una pieza central de la estrategia global de política económica, cuyo éxito requiere acometer un esfuerzo presupuestario muy elevado que no tiene precedente histórico ni en su tamaño ni en su extensión a todas las Administraciones Públicas. Para alcanzar los objetivos previstos no se podrá contar con la

ayuda de otras fuentes potenciales de mejora que estuvieron presentes durante la fase expansiva. Por una parte, los ingresos extraordinarios ligados al *boom* inmobiliario no volverán y, por otra, ni la evolución del ciclo económico, que sigue una recuperación muy gradual, ni la evolución de la carga de intereses, que ya ha iniciado una trayectoria ascendente, ayudarán a mejorar las finanzas públicas.

... y para evitarlos se requiere el concurso de todas las Administraciones y un reforzamiento de las reglas de estabilidad presupuestaria

Para evitar que los riesgos de incumplimiento de la senda de consolidación fiscal se materialicen es necesario establecer bases sólidas para la reducción del déficit y el control de la deuda a medio y largo plazo, en línea con las propuestas que se realizan en el capítulo 2 de este Informe, dedicado monográficamente a este tema. Es fundamental involucrar a todas las Administraciones en el proceso de consolidación fiscal, reforzar el compromiso institucional con la estabilidad presupuestaria, así como los mecanismos para hacer cumplir las reglas, aumentar la transparencia de las cuentas públicas y potenciar la planificación presupuestaria a medio plazo.

La consolidación fiscal tiene que ir acompañada de un ambicioso programa de reformas estructurales

La aplicación de reformas estructurales que permitan mejorar la capacidad de generación de empleo y de crecimiento resulta crucial para asentar una recuperación duradera y facilitar el ajuste fiscal (véase recuadro 1.3). Las políticas de oferta que mejoren el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores son imprescindibles para facilitar la expansión duradera de la actividad y del empleo, y, por lo tanto, también para incrementar los ingresos públicos y, por esta vía, promover la sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas. A su vez, una adecuada distribución del esfuerzo de ajuste entre las figuras de gastos e ingresos públicos contribuiría al impulso de la actividad y tendría efectos positivos sobre el empleo.

La reforma de las pensiones aprobada en marzo de este año tiene efectos positivos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas y el potencial de crecimiento

La reforma del sistema de pensiones, cuyo Proyecto de Ley fue remitido a las Cortes en marzo de 2011, es un ejemplo de actuaciones que explotan la complementariedad entre la sostenibilidad de las finanzas públicas y la creación de condiciones estructurales favorables por el lado de la oferta. La reforma aprobada en España modifica algunos parámetros del sistema que elevan la edad legal de jubilación e incrementan el número de años que se tiene en cuenta para el cálculo de la pensión. La combinación de ambas medidas podría, por una parte, aumentar la participación de los trabajadores de mayor edad y de esta forma el potencial de crecimiento y, por otra, mejorar la sostenibilidad del sistema de pensiones y contribuir al saneamiento de las finanzas públicas (véase recuadro 2.3 de este *Informe Anual*).

La reforma del mercado laboral sigue estando en el centro de las actuaciones necesarias de política económica...

La reforma del mercado de trabajo que se aprobó el año pasado (Ley 35/2010, de 17 de septiembre) acometió algunos pasos en la dirección de mejorar el funcionamiento del mercado laboral en el medio plazo. En el aspecto de la flexibilidad interna, la reforma pretendía que las empresas pudieran modificar algunos de los aspectos de la organización del trabajo (en particular, los referentes a las condiciones para fijar los salarios) frente a lo establecido en convenios de ámbito superior, con el objetivo de alcanzar un modelo más descentralizado, que permitiera establecer una relación más estrecha entre las condiciones laborales y las necesidades específicas de las empresas. Aunque todo ello sin alterar todavía el sistema de negociación colectiva. A su vez, en el caso de los mecanismos de contratación se introdujeron modificaciones sobre las figuras ya existentes para impulsar la contratación indefinida (facilitando las posibilidades de rescisión de contratos indefinidos por causas objetivas y extendiendo la posibilidad de utilizar el contrato de fomento), a la vez que se incorporaron nuevos límites a la contratación temporal. En conjunto, se trata de medidas todavía de carácter parcial que no modifican los rasgos fundamentales del marco laboral, como los sistemas de contratación y de negociación colectiva, por lo que no pueden alterar de forma decisiva su patrón de funcionamiento.

El importante proceso de consolidación fiscal que necesita la economía española para corregir los desequilibrios presupuestarios surgidos de la crisis se enfrenta, además de a las dificultades derivadas de la propia magnitud de los mismos, a las complicaciones añadidas por unas expectativas de crecimiento limitadas por la profundidad y la extensión de la crisis y por el impacto del envejecimiento de la población sobre el gasto en políticas sociales. En una situación como esta, cobra especial relevancia la complementariedad entre la política de consolidación fiscal y las políticas de oferta que, mejorando el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores, pueden conducir a una expansión del crecimiento potencial, que aumente los ingresos públicos y permita reducir algunas partidas de gasto.

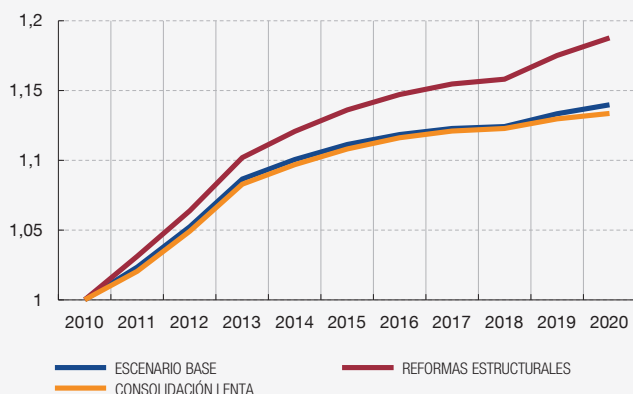
Para ilustrar los efectos que, en el corto y el medio plazo, tienen la consolidación fiscal y las reformas estructurales sobre el PIB y la deuda pública, en este recuadro se presentan algunas simulaciones realizadas mediante un modelo calibrado para España que tiene dos ingredientes fundamentales. En primer lugar, en línea con el enfoque estándar en gran parte de la literatura económica

reciente¹, el modelo incorpora distorsiones en el mercado de trabajo y de productos, en forma de competencia monopolística, que dan lugar a una brecha entre precios y costes marginales y a una asignación ineficiente de los factores productivos. En segundo lugar, al objeto de capturar el impacto sobre la economía del envejecimiento de la población, su estructura demográfica es muy detallada, en forma de generaciones solapadas de hogares².

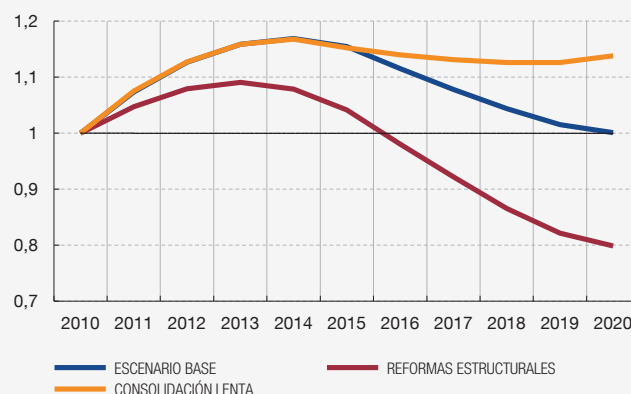
Los gráficos 1 y 2 muestran la respuesta del PIB y de la ratio de deuda pública sobre PIB a partir de 2010 en distintos escenarios. El escenario base incorpora una trayectoria de gasto público para el período 2010-2014 en línea con la que establece el Programa de Estabilidad de abril de 2011. Además, supone la continuación

1 Véase, por ejemplo, L. J. Christiano, M. Eichebaum y C. L. Evans (2005), «Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy», *Journal of Political Economy*, 113 (1), pp. 1-45.
 2 Para una descripción detallada del modelo y de su calibración, véase A. Gavilán, P. Hernández de Cos, J. F. Jimeno y J. A. Rojas (2011), «Fiscal Policy, Structural Reforms and External Imbalances: A Quantitative Evaluation for Spain», *Moneda y Crédito*, de próxima publicación.

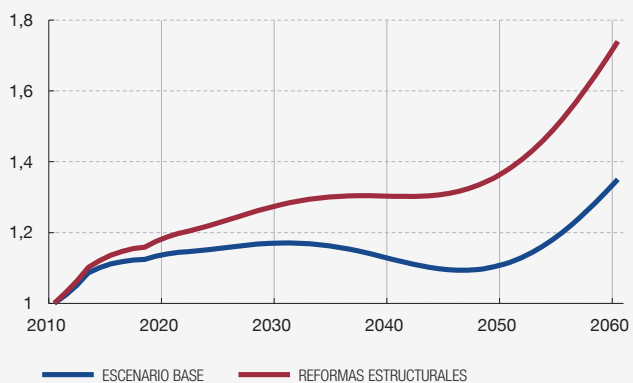
1 PIB PER CÁPITA (a) (2010-2020)



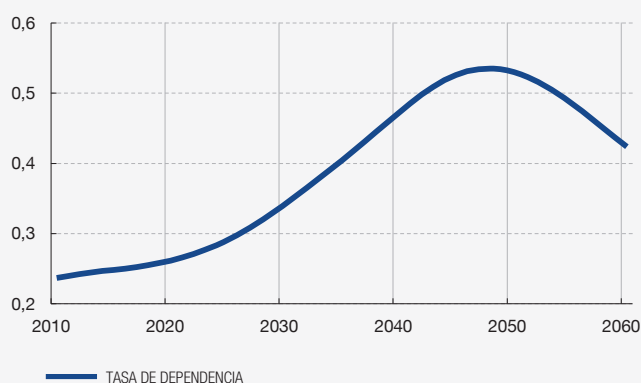
2 DEUDA PÚBLICA (% del PIB) (a) (2010-2020)



3 PIB PER CÁPITA (a) (2010-2060)



4 TASA DE DEPENDENCIA (b) (2010-2060)



FUENTE: Banco de España.

a Las variables representadas están normalizadas por su valor en 2010.
 b La tasa de dependencia se define como la ratio de población con más de 65 años sobre aquella en edad de trabajar (entre 16 y 64 años).

del proceso de consolidación fiscal con posterioridad a 2014, de forma que la ratio de deuda pública sobre PIB en 2020 logra situarse en el 60 %. Este escenario no considera, sin embargo, la introducción de reformas estructurales. Antes de abordar el posible impacto de dichas reformas, y para valorar la importancia del perfil temporal del ajuste, este escenario se compara con el denominado «Consolidación lenta», en el que se simulan los efectos de acometer, de nuevo en ausencia de reformas estructurales, una reducción más moderada de los déficits públicos futuros. Como se puede observar en los gráficos 1 y 2, un ajuste fiscal más lento que el planteado en el escenario base supondría un retraso significativo en la estabilización de la ratio de deuda pública sobre el PIB, sin beneficios en términos de crecimiento a corto plazo. Estos resultados ilustran las ventajas de la estrategia de anticipación del ajuste fiscal.

A continuación se evalúan las consecuencias de introducir reformas estructurales, por ejemplo, las que afectan a los mercados de bienes y servicios. En el escenario «Reformas estructurales» se supone que dichas reformas reducirían en 2 pp los márgenes entre precios y costes marginales existentes en los mercados de bienes y servicios y de trabajo³, y aumentarían en 0,5 pp la tasa de crecimiento de la productividad en la economía una vez superada la crisis⁴. Como se puede observar en los gráficos 1 y 2, las reformas estructurales consideradas, al reducir las distorsiones existentes en los mercados, mejorarían la asignación de recursos y tendrían

un significativo impacto positivo sobre la actividad y acelerarían la mejora de las finanzas públicas en el corto y medio plazo, ampliando el margen de maniobra de la política fiscal.

En el largo plazo, la dinámica de la actividad y de las cuentas públicas se verá notablemente influida por el proceso de envejecimiento poblacional en el que España, como la mayoría de países desarrollados de nuestro entorno, se encuentra inmersa. El modelo empleado en este recuadro, al disponer de una estructura demográfica muy detallada, permite capturar el impacto de dicho proceso de envejecimiento sobre el gasto en pensiones y sobre la oferta laboral, así como otros efectos de equilibrio general sobre precios y salarios. En este contexto, la adopción de reformas estructurales también tendría un considerable efecto positivo, ya que, como se muestra en el gráfico 3, amortiguaría de forma significativa el efecto del envejecimiento de la población sobre el crecimiento (véase gráfico 4).

Cabe resaltar que los resultados presentados suponen que el coste de la financiación para todos los agentes domésticos (hogares, empresas y Gobierno) es independiente del volumen de deuda de la economía. Sin embargo, como ha quedado patente en los episodios de crisis de deuda soberana acaecidos en 2010, es posible que los prestamistas internacionales perciban que el riesgo de impago de la economía crece con su volumen de deuda y exijan, como compensación, una prima creciente. En este caso, las ventajas de acometer reformas estructurales y de acelerar el proceso de consolidación fiscal serían aún mayores que las resultantes de las simulaciones presentadas en este recuadro.

3 Esta reducción de márgenes equivale, aproximadamente, a un tercio de las diferencias competitivas estimadas en la literatura entre distintos países. Véase, por ejemplo, J. Andres, E. Ortega y J. Valles (2008), «Competition and Inflation Differentials in EMU», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 32 (3), pp. 848-874, y R. Christopoulou y P. Vermeulen (2008), *Markups in the Euro Area and the US over the Period 1981-2004 – A Comparison of 50 Sectors*, European Central Bank Working Paper Series, n.º 856.

4 El impacto positivo sobre la productividad que se deriva de mejoras regulatorias en los mercados de bienes y servicios y de trabajo se docu-

menta empíricamente, por ejemplo, en G. Nicoletti y S. Scarpetta (2006), «Regulation and Economic Performance: Product Market Reforms and Productivity in the OECD», en T. Eicher and C. García-Peñalosa (eds.), *Institutions, Development and Growth*, MIT Press, y A. Basanini, L. Nunziata y D. Venn (2009), «Job Protection Legislation and Productivity Growth in OECD Countries», *Economic Policy*, 24 (58), pp. 349-402.

Resulta prematuro efectuar una evaluación del impacto de estas medidas. La información disponible, todavía muy parcial, parece indicar un incremento de los contratos de fomento, que, sin embargo, habrían desplazado al resto de contratos indefinidos, mientras que el impacto sobre la temporalidad no es todavía apreciable. También se observa un mayor uso de los despidos objetivos, con menores costes de indemnización, y una mayor utilización por parte de las empresas de las posibilidades para reducir la jornada laboral, de forma temporal. Se necesitará algún tiempo para conocer con más precisión el nexo entre los cambios que se están observando y la eficacia de los pasos dados.

... debe avanzar con la introducción de cambios sustanciales en el sistema de negociación colectiva...

El comportamiento del empleo sigue siendo el rasgo más preocupante de la evolución de la economía, y el repunte salarial observado en los primeros meses del ejercicio indica que es preciso complementar las medidas ya tomadas con reformas de calado en el sistema de negociación colectiva y en relación con las políticas activas. El sistema de negociación en España otorga un papel preponderante a la inflación entre los determinantes de los

aumentos salariales y se realiza con un nivel de negociación intermedio que fomenta incrementos salariales muy uniformes y escasamente vinculados a las condiciones económicas específicas de las empresas. Impide, además, que los salarios relativos sirvan como mecanismo de asignación de los recursos hacia los sectores con mayor potencial de desarrollo.

Un diseño más adecuado de la negociación colectiva permitiría mejorar la capacidad de reasignación del empleo entre sectores, empresas o regiones, lo cual facilitaría una salida más rápida del desempleo del elevado colectivo de trabajadores en dicha situación. Una mejora en este terreno resulta imprescindible, además, para no poner en riesgo las ganancias de competitividad que se han ido produciendo durante la fase de ajuste y para sentar las bases para una recuperación sólida de la economía. El aumento en la capacidad adquisitiva que se produciría en último término como consecuencia de esta mejora en el entorno competitivo permitiría también sostener la demanda. En definitiva, el adecuado funcionamiento de los mecanismos de formación de salarios es una pieza clave de la capacidad de ajuste macroeconómico dentro de la UEM y del cambio estructural que necesita la economía, después de la grave perturbación sufrida.

... y complementarse con una reforma profunda de las políticas activas y pasivas de desempleo

Además, debe complementarse con una reforma profunda de las políticas activas y pasivas de desempleo, con el fin de que ayuden a evitar que el incremento del paro se convierta en estructural. En este sentido, deben replantearse los incentivos del sistema de prestaciones de forma que exista una relación de condicionalidad entre elegibilidad y búsqueda activa y que se complemente con unas políticas activas que se dirijan a mejorar la formación. Las reformas aprobadas en febrero de 2011 apuntan en esta última dirección, aunque, de nuevo, es pronto para evaluar sus efectos.

Por su parte, el aumento de la calidad del capital humano requiere mejoras sustanciales en el ámbito educativo...

Algunos de los problemas existentes en nuestro sistema educativo, como son las elevadas tasas de abandono escolar, pueden encontrarse asociados a la escasa dispersión salarial derivada de nuestro sistema de negociación colectiva, que no genera los incentivos adecuados para prolongar la vida educativa². Sin embargo, la mejora del capital humano requiere también que se den pasos importantes en el ámbito del sistema educativo, incluida la formación a lo largo de la vida laboral.

Si el diseño del sistema educativo y de las instituciones laborales incentivara adecuadamente las decisiones de formación de empresas y trabajadores, facilitara la movilidad laboral entre empresas y sectores y aumentara su capacidad de ajuste ante las distintas perturbaciones que puede sufrir la economía, otorgando menor peso a las fluctuaciones del empleo a lo largo del ciclo económico, la economía española estaría en mejores condiciones para promover un cambio en el modelo productivo que ha prevalecido en el último ciclo económico.

... y han de proseguir los esfuerzos en la liberalización y desregulación de los mercados de bienes y servicios

En los últimos años se han hecho esfuerzos notables en la liberalización y desregulación de los mercados de bienes y servicios, pero existe margen para profundizar en algunas de las actuaciones ya emprendidas, así como para acometer nuevas reformas.

En el mercado de la vivienda, es necesario seguir fomentando el alquiler de vivienda frente a la adquisición en propiedad. Un mercado más equilibrado facilitará la provisión de servicios de vivienda en condiciones más favorables, contribuirá a absorber el exceso de capacidad del sector residencial y facilitará la movilidad laboral, lo que resulta esencial para dinamizar el

² Véase A. de la Fuente y J. F. Jimeno (2009), «The Private and Fiscal Returns to Schooling in the European Union», *Journal of the European Economic Association*, vol. 7, n.º 6, diciembre, pp. 1319-1360.

ajuste del mercado laboral entre regiones y sectores. Con este objetivo, se han de complementar las últimas iniciativas adoptadas —como fueron la mejora en la eficiencia judicial en los procesos arrendaticios o la eliminación de la deducción por compra para rentas superiores a 24.000 euros y su equiparación con la deducción por alquiler— con actuaciones que se dirijan a flexibilizar el plazo obligatorio de los contratos y el control de las rentas de alquiler.

Por otra parte, los avances más sustanciales en las reformas estructurales en los últimos años se han dirigido, entre otras áreas, a la liberalización del sector servicios y a la reducción de las cargas administrativas, con el desarrollo de la transposición de la Directiva de Servicios. Sin embargo, se han mantenido trabas al libre funcionamiento de ciertas actividades, como pueden ser las de comercio al por menor, donde las CCAA pueden seguir estableciendo una autorización administrativa «por razones de interés general», lo que pueden terminar interfiriendo en la asignación de recursos productivos y de formación de precios. Adicionalmente, la reforma de los servicios profesionales debería avanzar en el mismo sentido liberalizador, dada la importancia de este sector en nuestro país y las numerosas trabas existentes en comparación con las de otros países.

En relación con las industrias de red, en el sector de las telecomunicaciones persisten ciertos segmentos en que todavía se perciben algunas rigideces y un limitado avance en el grado de competencia, en concreto, en los más ligados a las nuevas tecnologías de la comunicación (banda ancha). En el terreno de la energía, el grado de competencia existente de facto es también escaso y debe existir una mayor adecuación de los precios finales a los costes con el fin de lograr por la vía de los incentivos una reducción de nuestra dependencia energética. En el mercado de distribución de carburantes se han de dar pasos adicionales para eliminar las barreras a la entrada y expansión de nuevos operadores, en línea con las recomendaciones de la Comisión Nacional de la Competencia (CNC). En cuanto al transporte, existe margen para liberalizar el transporte por ferrocarril, en particular para mercancías.

Por último, en materia tecnológica, aunque el esfuerzo inversor por parte de las Administraciones Públicas se ha incrementado notablemente, los efectos de arrastre de la financiación pública sobre la inversión privada parecen ser bastante reducidos, por lo que en conjunto el desfase en la posición relativa de España en lo que se refiere a la producción tecnológica y científica apenas se ha corregido. En este sentido, sería deseable mejorar la gobernanza del sistema público de investigación y los mecanismos de gestión de los incentivos a la I+D+i.

1 Introducción

En 2010 la crisis de deuda soberana en el área del euro se situó en el centro de los acontecimientos económicos y se concentró en algunos de los países periféricos

La crisis de deuda soberana en el área del euro, que durante buena parte de 2010 se convirtió en el principal foco de preocupaciones para el desarrollo de las políticas macroeconómicas en la UEM, fue el resultado de un conjunto de factores estrechamente interrelacionados entre sí. La crisis financiera había disparado la incertidumbre y la desconfianza, restringiendo los canales de financiación de los países que recientemente más habían incrementado su nivel de endeudamiento. Además, el deterioro de la posición fiscal fue de carácter generalizado en la mayoría de los países y generó un incremento sin precedentes de las necesidades de financiación en el corto plazo del sector público, que, en un contexto de inestabilidad financiera, provocó una mayor sensibilidad de los inversores al origen de los desequilibrios fiscales acumulados. Como resultado, estos desequilibrios empezaron a percibirse como potencialmente insostenibles en algunos países (véase gráfico 2.1).

Estos factores eran compartidos por otras economías, como Estados Unidos, Reino Unido y Japón, pero la crisis adquirió una especial virulencia en la zona del euro. Las carencias en la gobernanza de la zona del euro resultaron especialmente problemáticas ante las divergencias macroeconómicas y fiscales que habían surgido, lo que agravó la incertidumbre y la desconfianza en los países con mayores desequilibrios. Por otro lado, la elevada integración financiera entre los países del área del euro pudo favorecer la percepción de los mercados sobre las posibilidades de contagio entre las economías.

La crisis de deuda soberana se inició en Grecia y con posterioridad se extendió a Irlanda y a Portugal, mientras que otros países se vieron también afectados por el contagio, como consecuencia, con un distinto énfasis en cada caso, de las dudas sobre sus perspectivas de crecimiento, la incertidumbre sobre los costes de reestructuración de sus sistemas bancarios y el rápido incremento de déficit y deuda públicos que habían experimentado, tal y como se describe en los capítulos 1 y 4 de este Informe.

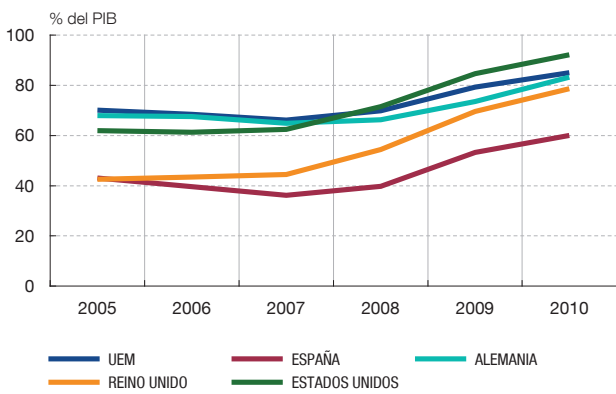
La gravedad de la situación requiere una decidida reacción de política económica en diversos frentes

El primer requisito para la superación de la crisis soberana en la zona del euro es el seguimiento de un proceso de consolidación fiscal, ya iniciado en algunos países en 2010, que conduzca al establecimiento de unas bases sólidas para la reducción del déficit y el control de la deuda en el medio y en el largo plazo, y al asentamiento de la estabilidad macroeconómica necesaria para promover el crecimiento económico. Igualmente importante para despejar las dudas de los mercados es la aplicación de las reformas estructurales que permitan la recuperación del crecimiento potencial y la culminación del saneamiento y la reestructuración de los sistemas financieros. Pero todo ello no sería suficiente si, además, no se subsanan las deficiencias en la gobernanza de la zona del euro que han emergido con virulencia con el desarrollo de la crisis de deuda soberana.

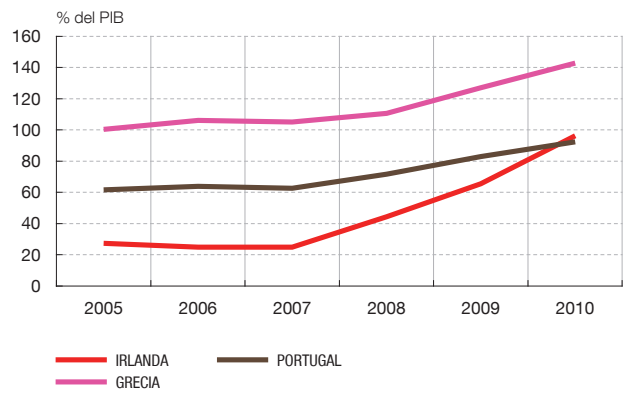
Este capítulo se dedica a analizar de manera monográfica los retos de consolidación fiscal que la crisis de deuda soberana ha planteado a la política económica española¹. Primero se describe la evolución de la posición fiscal durante la crisis en España, ilustrando que, a pesar de los superávits de la etapa previa, el margen fiscal del que se disponía para realizar políticas fiscales expansivas era limitado, y también el carácter esencialmente estructural

¹ Con referencia a España, la recuperación del crecimiento potencial fue el tema central del capítulo 2 del *Informe Anual, 2009*. La resolución de las deficiencias de la coordinación de políticas en la zona del euro y el desarrollo del proceso de saneamiento del sistema financiero se tratan en otros capítulos de este Informe.

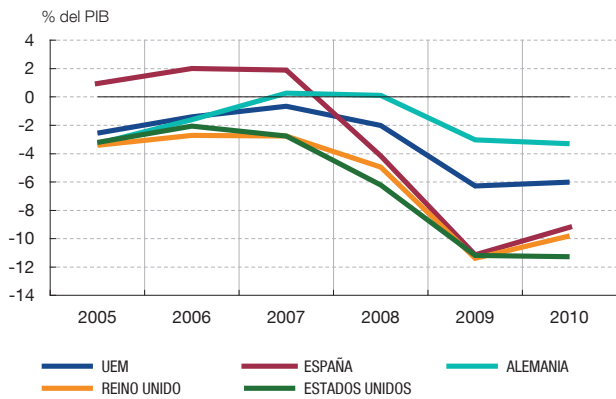
DEUDA PÚBLICA



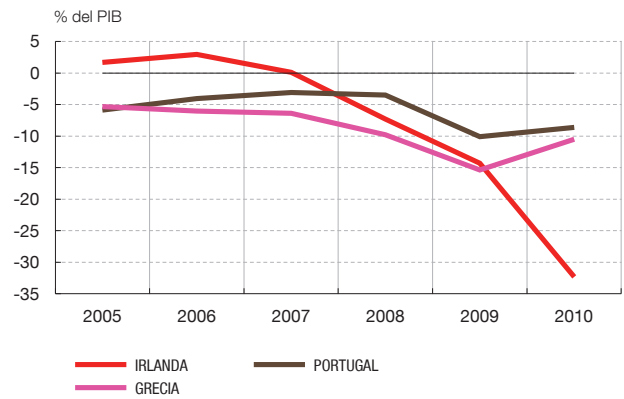
DEUDA PÚBLICA



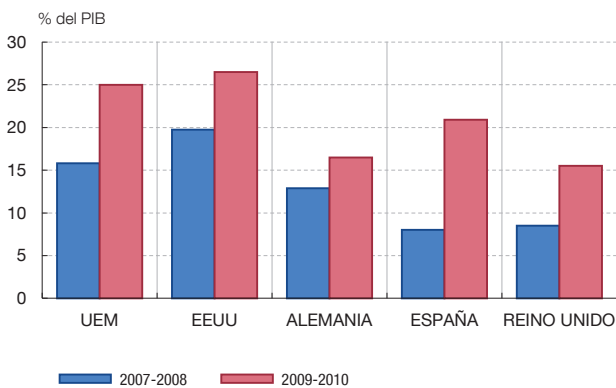
DÉFICIT (-) / SUPERÁVIT (+) PÚBLICO



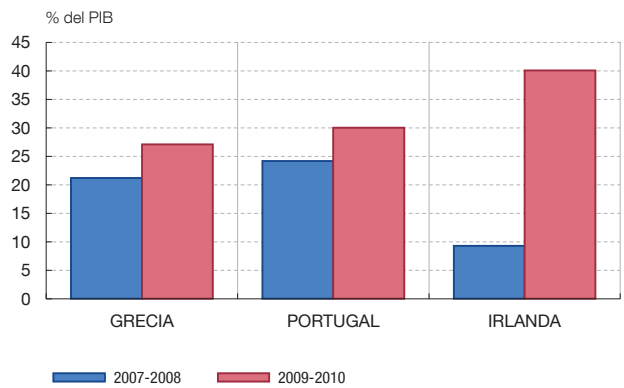
DÉFICIT (-) / SUPERÁVIT (+) PÚBLICO



NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE AAPP (a)

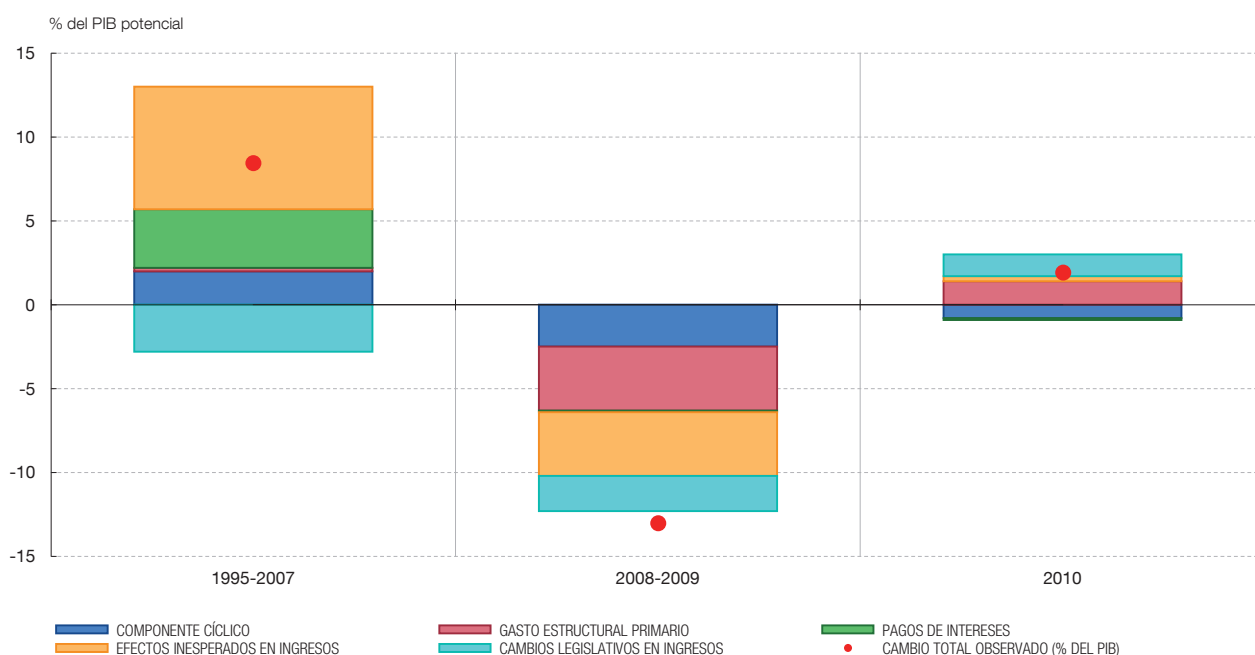


NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE AAPP (a)



FUENTES: Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

a Las necesidades de financiación se corresponden con la suma del déficit público más los ajustes entre el déficit y la variación de la deuda y más las amortizaciones de deuda.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

del desequilibrio fiscal acumulado. A continuación se analiza la dinámica de la deuda, poniendo de manifiesto el papel que el potencial de crecimiento económico y el coste de financiación desempeñan en la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que permite, en primer lugar, entender por qué el rápido aumento del déficit fiscal resultó en fuertes tensiones en el mercado de deuda y, en segundo lugar, extraer algunas conclusiones sobre el carácter que debe tener el ajuste fiscal en términos de magnitud, anticipación e interacción con otras políticas. Finalmente, se detallan las modificaciones del marco institucional y de las políticas de gastos e ingresos públicos que se deberían acometer para garantizar que el ajuste fiscal culmine con éxito.

2 Las causas del deterioro fiscal

Al inicio de la crisis, la situación fiscal era favorable, si bien gracias a ingresos de carácter extraordinario y con dinámicas de gasto preocupantes...

A finales de 2007 España partía de un superávit fiscal cercano al 2 % y de una ratio de deuda pública sobre PIB del 36 %, frente al -0,7 % y al 66 %, respectivamente, en el conjunto del área del euro (véase gráfico 2.1). Sin embargo, en esa posición saneada subyacían algunas dinámicas preocupantes en la evolución de los ingresos y de los gastos públicos. En efecto, de la reducción total del déficit registrada entre 1995 y 2007 (8,4 puntos del PIB), casi 5 puntos porcentuales (pp) se explican por el ciclo económico y por la caída de la carga de intereses, asociada esta última sobre todo a la reducción de los tipos de interés, mientras que el resto del ajuste se debió a un incremento extraordinario de los ingresos impositivos — con un componente transitorio significativo —, en gran parte vinculado a la excesiva expansión inmobiliaria, que más que compensó la reducción de ingresos de alrededor de 3 puntos del PIB derivada de cambios discretivos en el sistema tributario (véase gráfico 2.2)².

Por su parte, el gasto público primario (excluidos los pagos de intereses de la deuda pública), descontadas las prestaciones por desempleo, creció a un ritmo anual superior

² Véase F. de Castro, Á. Estrada, P. Hernández de Cos y F. Martí (2008), «Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

al 7 %, por encima del crecimiento económico tendencial, lo que confirma su comportamiento procíclico, algo común también en otros países desarrollados³. Destaca el crecimiento del gasto gestionado por las Administraciones Territoriales, que no alcanzaron el equilibrio presupuestario en ningún momento de la fase de expansión, a pesar de los elevados incrementos de la recaudación impositiva. Algunas deficiencias en el marco presupuestario habrían contribuido a ello, cuestión que se trata con más detalle en la sección cuarta.

... por lo que la crisis produjo un deterioro rápido del déficit público y desveló la importancia de su componente estructural

La crisis desveló los riesgos latentes en la situación de las finanzas públicas y puso de manifiesto el escaso margen que existía para efectuar políticas contracíclicas. Durante la crisis económica, el déficit público experimentó un incremento de más de 13 puntos, hasta alcanzar un máximo histórico del 11,1 % del PIB a finales de 2009 (véase gráfico 2.1). Al deterioro experimentado entre 2007 y 2009 contribuyó la negativa evolución del ciclo económico en alrededor de 2,5 puntos del PIB, mientras que cerca de 4 puntos del PIB estuvieron asociados a la desaparición durante la crisis de los ingresos extraordinarios que se venían recaudando (véase gráfico 2.2). Adicionalmente, las medidas que se aplicaron para tratar de paliar los efectos de la crisis sumaron 3,3 puntos del PIB, aunque más de la mitad de este efecto tenía un carácter temporal. El resto del incremento del déficit surge de un crecimiento tendencial del gasto por encima del de la economía. El aumento del déficit tendría, por tanto, un componente eminentemente estructural, de manera que el déficit ajustado por el ciclo llegó a superar el 10 % del PIB en 2009 y era del 8,3 % del PIB en 2010.

Por su parte, la deuda pública alcanzó el 60,1 % del PIB en 2010, casi 24 puntos por encima de su nivel de 2007, pero todavía más de 20 puntos por debajo de la media del área del euro. Este incremento de la deuda surgió, sobre todo, como resultado del incremento del déficit público. El impacto de las ayudas al sector financiero, que entre 2008 y 2010 superó los 5 puntos del PIB en el área del euro, solo alcanzó alrededor de 2 puntos del PIB en el caso español.

Al deterioro fiscal se sumaron las dudas sobre la capacidad de crecimiento de nuestra economía y sobre el coste del saneamiento del sistema financiero

Además del contagio generado por la crisis griega e irlandesa y del deterioro experimentado por la situación fiscal en nuestro país, otros factores idiosincrásicos desempeñaron un papel crucial en la extensión de la crisis de la deuda soberana a España. En concreto, además de los efectos negativos de la crisis económica sobre el nivel del producto potencial de la economía española, de acuerdo con distintas estimaciones, el crecimiento de esta variable en el medio plazo se habría también reducido en algo más de 1 pp, pasando del 3 % a una tasa menor del 2 %⁴. De acuerdo con la evidencia disponible, este factor habría desempeñado un papel relevante en el incremento de los *spreads* en nuestro país⁵. También influyeron las dudas de los mercados sobre la situación del sistema financiero, que en otros países había actuado como un factor agravante de la situación fiscal, de manera que la fuerte interrelación existente entre los problemas macroeconómicos, fiscales y financieros ha sido especialmente relevante durante la actual crisis.

3 Véanse P. R. Lane, (2003), «The cyclical behaviour of fiscal policy: evidence from the OECD», *Journal of Public Economics*, 87, pp. 2661-2675, y A. Lamo, J. J. Pérez y L. Schuknecht (2007), *The cyclicity of consumption, wages and employment of the public sector in the euro area*, Documento de Trabajo n.º 757, Banco Central Europeo.

4 Véase P. Hernández de Cos, M. Izquierdo y A. Urtasun (2011), *Una estimación del crecimiento potencial de la economía española*, mimeo.

5 Véase V. Echevarría, L. Fernández-Caballero y J. J. Pérez (2011), *A note on the role of expectations on growth, public deficit and public debt in the determination of sovereign bond spreads: two case studies*, mimeo, Banco de España.

3 La magnitud del ajuste fiscal

El ajuste fiscal necesario es de una magnitud considerable...

Los efectos macroeconómicos de la política fiscal dependen estrechamente de las expectativas sobre la estabilidad de la ratio de deuda pública sobre el PIB. La dinámica de dicha ratio depende, a su vez, tanto de la posición fiscal, medida por el déficit fiscal primario en porcentaje del PIB (el déficit público, excluidos los intereses de la deuda pública), como de la propia evolución macroeconómica, a través del impacto del tipo de interés nominal y la tasa de crecimiento del PIB nominal. El nivel al que tiende la ratio de endeudamiento viene dado, en definitiva, por el cociente entre el déficit primario, en unidades de PIB, y la diferencia de la tasa de crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés nominal. A modo de ejemplo, esto significa que, con una tasa de crecimiento nominal del 4 % y un tipo de interés nominal del 3 %, sería necesario reducir, de manera permanente, el déficit primario al 0,6 % del PIB para estabilizar la ratio de endeudamiento en el 60 %.

El gráfico 2.3 muestra la evolución de la ratio de deuda pública sobre el PIB en los próximos años bajo unos determinados supuestos de déficit público, tipos de interés y tasa de crecimiento. En concreto, según las estimaciones disponibles, el déficit fiscal estructural se situó alrededor del 8 % a finales de 2010. Con este punto de partida y el escenario de crecimiento hasta 2012 incluido en el Informe de Proyecciones del Banco de España⁶, si se supone un cierre del *output gap* en 2015, la estabilización de la deuda pública en torno al 70 % del PIB en ese año exigiría un ajuste de saldo primario ajustado de ciclo de más de 8 puntos del PIB entre 2010 y 2015, que es el que se simula en el gráfico 2.3. Esto requeriría un cumplimiento estricto de los compromisos adquiridos de reducción del déficit público hasta 2013 y, con posterioridad, una reducción adicional, hasta alcanzar un equilibrio presupuestario. Dadas las cifras de cierre presupuestario de 2010, cerca de la mitad de dicho ajuste tendría que realizarse por las Administraciones Territoriales (CCAA y CCLL).

El cumplimiento de los compromisos europeos exigirá, además, retornar con posterioridad a un nivel de deuda pública inferior al 60 % del PIB. Bajo el supuesto de una aportación nula a la variación de la deuda del diferencial entre el crecimiento del PIB y el tipo de interés implícito de la deuda⁷, alcanzar una ratio de deuda pública sobre el PIB del 60 % en 2020 exigiría que, tras lograr un equilibrio presupuestario, por ejemplo, en 2015, se debería mantener un superávit primario de alrededor del 2,5 % del PIB hasta 2020 (gráfico 2.3).

... y sería incluso superior en escenarios más adversos

Si los tipos de interés fueran más elevados o el crecimiento económico menor, el ajuste fiscal necesario sería incluso superior. En concreto, si la tasa de crecimiento fuera de 1 pp inferior durante todo el período 2011-2020 y no se produjera ningún ajuste fiscal adicional, la tasa de endeudamiento público en 2015 sería 10 pp más elevada y alcanzaría el 85 % del PIB en 2020. En este escenario, el ajuste del saldo estructural promedio entre 2010 y 2020 para situar la deuda pública en el 60 % en 2020 sería de 1,7 puntos del PIB⁸, frente a alrededor de 0,8 pp en el escenario considerado en el gráfico 2.3. Y ello sin considerar el esfuerzo necesario para afrontar el impacto del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas.

Además, es importante tener en cuenta que los tipos de interés y el crecimiento potencial de la economía dependen de la dinámica de la deuda. En concreto, cuanto mayor sea el nivel de deuda y su tasa de crecimiento, mayores serán los tipos de interés a los que

⁶ Publicado en el *Boletín Económico* del Banco de España de marzo de 2011.

⁷ Como referencia, en el período 2000-2010 el diferencial entre el crecimiento del PIB y el tipo de interés implícito de la deuda permitió reducir la ratio de deuda sobre PIB alrededor de 0,5 pp del PIB en promedio anual.

⁸ Este es un cálculo mecánico que no tiene en cuenta las interacciones que se pueden producir entre las variables objeto de la simulación que se mantienen exógenas.

DEUDA PÚBLICA



APORTACIÓN DEL DIFERENCIAL CRECIMIENTO DEL PIB – INTERESES A LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE DEUDA SOBRE EL PIB



FUENTE: Banco de España.

a Basado en previsiones oficiales del déficit público hasta 2013 (-3 % del PIB en ese año), asumiendo que se alcanza un equilibrio presupuestario con posterioridad en 2015, que se mantiene sin cambios hasta 2020. El crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés implícito de la deuda son iguales a los del Informe de Proyecciones del Banco de España hasta 2012 (3,2 % y 3,3 %, respectivamente, en ese año), y con posterioridad se asume un incremento progresivo en ambas variables hasta el entorno del 4 % en 2015, que se mantienen sin cambios con posterioridad (el panel derecho del gráfico ilustra la aportación del diferencial entre estas dos variables a la variación de la ratio de la deuda en porcentaje del PIB). Finalmente, los ajustes déficit-deuda se mantienen durante todo el período en torno al 1 % del PIB, similar al promedio de los últimos años.

habrá que financiarla y menor el crecimiento potencial. Las estimaciones disponibles⁹ muestran que un incremento de 10 puntos del PIB en la ratio de deuda genera un incremento de 50 puntos básicos (pb) en los tipos de interés de largo plazo y una reducción del crecimiento del PIB real per cápita de 0,15 pp por año¹⁰. Estos efectos pueden ser, además, más elevados si se superan determinados niveles de endeudamiento. Una reducción drástica del déficit público y la estabilización de la deuda tendrían, por tanto, un efecto significativo sobre los tipos de interés de la deuda y el crecimiento de largo plazo, facilitando su sostenibilidad.

En determinadas circunstancias, se pueden mitigar los efectos contractivos que el ajuste fiscal suele tener en el corto plazo

Por otra parte, en el corto plazo, el impacto del déficit público sobre la tasa de crecimiento depende de un conjunto muy amplio de condiciones, tales como su composición, los niveles de deuda de partida, el comportamiento de la política monetaria o el régimen del tipo de cambio¹¹. Un déficit público elevado no siempre estimula la actividad económica, sino que puede ser contractivo si genera un aumento de las expectativas de tipos de interés futuros, lo cual resulta más probable cuanto mayor sea la ratio de endeudamiento. Y los efectos habitualmente contractivos de la reducción del déficit pueden mitigarse si el proceso de consolidación logra mejorar la confianza y, por tanto, estimular el consumo y la inversión privados, lo cual parece ser más probable en el caso de consolidaciones fiscales que se llevan a cabo a finales de una recesión y mediante reducciones del consumo público¹².

En consecuencia, un ajuste fiscal oportuno y bien diseñado puede mejorar las expectativas de crecimiento, contribuyendo a que, dado un determinado déficit primario, la deuda

9 Véase Fondo Monetario Internacional, *Fiscal Monitor*, mayo de 2010 y noviembre de 2009.

10 Véase C. Reinhart y K. Rogoff (2009), «The Aftermath of Financial Crises», *American Economic Review*, 99 (2), pp. 466-472.

11 Para una panorámica de estos resultados, véase el capítulo 3 de Fondo Monetario Internacional (2010), *Perspectivas de la economía mundial*, octubre.

12 Véase P. Hernández de Cos y E. Moral Benito (2011), *Endogenous Fiscal Consolidations*, Documentos de Trabajo, n.º 1102, Banco de España.

pública se estabilice más rápidamente y a un nivel menos elevado. Por ejemplo, un déficit primario sostenido en el largo plazo del 1,2 % del PIB sería compatible con una ratio de endeudamiento del 60 % si la diferencia entre la tasa de crecimiento y el tipo de interés fuera de 2 pp.

Para que ello sea así, es crucial que la mayor parte del ajuste se anticipe en el tiempo...

Dadas las variables que influyen en la dinámica de la deuda pública, la estrategia de ajuste fiscal debe tener en cuenta no solo la evolución de la actividad económica y la magnitud de los multiplicadores fiscales, sino también los costes de retrasar la consolidación en términos de riesgos para la credibilidad y su impacto sobre los tipos de interés y la confianza de los agentes.

De hecho, aunque la debilidad de la recuperación pudiera haber actuado a favor de una estrategia de consolidación gradual, la extrema tensión que se trasladó a los mercados de deuda (véase gráfico 2.4) hizo imperativa la anticipación del ajuste fiscal tanto como fuera posible, para ganar credibilidad y reducir los costes de financiación, tanto el de la deuda pública como el de la privada, dada la elevada correlación existente entre el coste de ambas.

... y que se centre en el gasto público

En relación con su composición, el ajuste fiscal puede realizarse a través de distintas combinaciones de cambios impositivos y reducciones del gasto público, con diferentes efectos no solo macroeconómicos a corto plazo, sino también sobre su probabilidad de éxito. Además, la presencia de factores que retrasan y dificultan la recuperación y el crecimiento de largo plazo atribuye gran importancia a que la composición del ajuste sea lo más favorable posible al crecimiento.

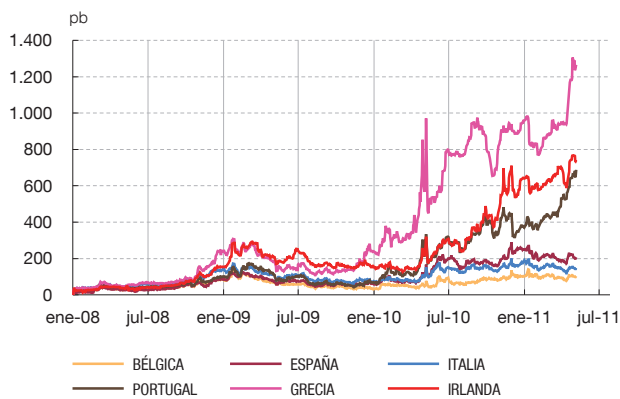
A este respecto, los resultados de simulaciones de distintas estrategias de ajuste fiscal a partir de un modelo macroeconómico calibrado para la economía española son ilustrativos (véase cuadro 2.1)¹³, aunque no deben interpretarse como proposiciones normativas, ya que las medidas de ajuste necesarias son contingentes a la naturaleza de los problemas de cada coyuntura. Las recomendaciones específicas para la estrategia de ajuste fiscal en la actual situación de la economía española se abordan en epígrafes siguientes de este capítulo. Según los ejercicios de simulación, un ajuste fiscal basado en el recorte de la inversión pública tendría, en principio, efectos negativos sobre el crecimiento en el largo plazo si los proyectos incorporasen una productividad del capital similar a lo observado en las últimas décadas. En la situación actual, sin embargo, hay que tener en cuenta que la rentabilidad de la inversión pública en infraestructuras puede haberse reducido drásticamente, tras el período de intenso crecimiento de los últimos años. En todo caso, es la reducción de la remuneración de los asalariados públicos (salarios y empleo públicos) la que tiene mayores efectos positivos sobre el PIB en el largo plazo, que también son positivos en el corto plazo en el caso de los salarios, siempre que el ajuste salarial público se traslade al sector privado. Por el lado de los ingresos, la imposición indirecta, aunque tiene efectos negativos muy reducidos en el corto plazo, en el largo plazo afecta positivamente tanto al PIB como al empleo, si su incremento permite una reducción de otros impuestos menos eficientes.

Por otra parte, la evidencia sugiere una asociación entre la evolución de los ingresos y de los gastos públicos y que un mayor tamaño del sector público genera un sesgo deficitario¹⁴

13 Para un análisis más detallado de estos resultados, véase, P. Hernández de Cos y C. Thomas (2011), *Los efectos de la consolidación fiscal sobre el crecimiento a partir de un modelo macroeconómico*, mimeo.

14 Véase F. de Castro, J. M. González-Páramo y P. Hernández de Cos (2004), «Fiscal consolidation in Spain: dynamic interdependence of public spending and revenues», *Investigaciones Económicas*, vol. XXVIII.

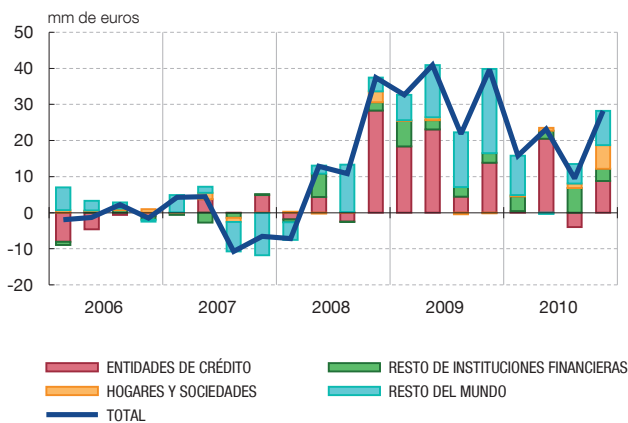
DIFERENCIALES DE DEUDA CON RESPECTO A ALEMANIA



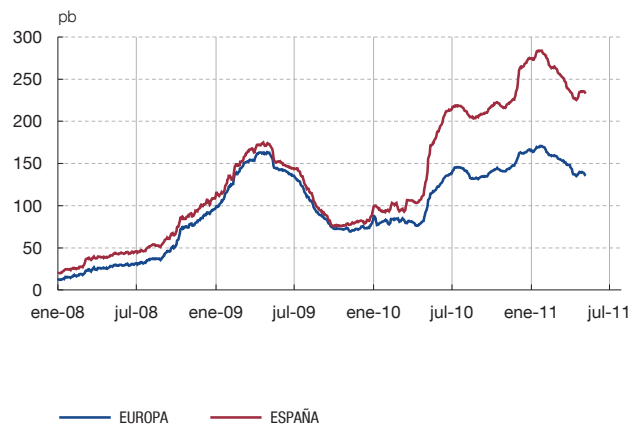
DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS: DIFERENCIAL OFERTA-DEMANDA (media móvil, cinco días)



FLUJOS DE PASIVOS DE LAS AAPP (datos trimestrales sin acumular)



CÉDULAS HIPOTECARIAS ENTRE CINCO Y SIETE AÑOS. ASSET SWAP SPREAD



FUENTES: Banco de España y Reuters.

superior, por lo que los recortes del gasto público son más fácilmente sostenibles en el tiempo y permiten reducir el déficit en mayor medida y con más permanencia que aumentos conmensurables de los ingresos. Con una perspectiva de más largo plazo, también es deseable que el ajuste fiscal sea compatible con una recomposición de las finanzas públicas en la que ganen peso sobre el total del gasto público aquellas partidas con efectos positivos sobre la productividad y el crecimiento potencial, como el gasto en educación y en I+D+I.

Esta estrategia de consolidación resulta particularmente adecuada si se tienen en cuenta las implicaciones adicionales de la pertenencia a la UEM

La pertenencia a una unión monetaria atribuye a la política fiscal un papel estabilizador más activo, en la medida en que la política monetaria está orientada a la estabilidad de precios del área en su conjunto. Pero, como se ha puesto claramente de manifiesto durante la crisis, para poder desempeñar este papel es necesario disponer de un amplio colchón fiscal, acumulando superávits durante las etapas expansivas del ciclo y reduciendo la ratio de deuda pública sobre el PIB de manera significativa. Desde esta perspectiva, la consolidación fiscal es también muy importante para ganar margen de actuación antes posibles perturbaciones futuras. Por otra parte, el nuevo marco de funcionamiento de la Unión Monetaria Europea, en el que los mecanismos de supervisión y de corrección de desequilibrios fiscales cobrarán mayor protagonismo, obliga a un reforzamiento de la disciplina fiscal.

	Variación inicial en el instrumento (a)	Año 1 (b)		Año 4 (b)		Largo plazo (b) (c)		
		PIB	Empleo	PIB	Empleo	PIB	Empleo	Impuestos s/salarios pto. porcentuales
INGRESOS								
Impuestos s/consumo	1,75 pp	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,7	0,8	-3,5
Impuestos s/salarios	2,18 pp	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	0,1	0,1	-0,6
Impuesto s/sociedades	11,83 pp	-0,3	-0,4	-0,7	-0,3	-2,6	-0,4	-2,1
GASTOS								
Compras netas	-13,2	-0,6	-0,9	-0,3	-0,3	0,2	0,5	-3,2
Inversión pública	-28,2	-0,6	-0,9	-0,4	-0,4	-0,7	0,1	-2,5
Salarios públicos	-13,5	0,4	0,7	1,8	2,5	3,8	4,2	-7,2
Empleo público	-13,5	-0,4	-0,7	-0,3	-1,0	1,1	0,2	-4,0

FUENTE: Banco de España, simulaciones con el modelo FiMod [N. Stähler y C. Thomas (2011), *FiMod – A DSGE Model for Fiscal Policy Simulations*, Documentos de Trabajo, n.º 1110, Banco de España].

a Cada variación supone una mejora inicial de 1 pp en el superávit primario del sector Administraciones Públicas.

b Todas las variables en variación porcentual con respecto al escenario base, excepto donde se indique una notación diferente.

c En el largo plazo, se supone que la autoridad fiscal utiliza el ahorro en pago de intereses de la deuda pública producido por la consolidación fiscal inicial para reducir los impuestos sobre las rentas salariales.

La estrategia de ajuste fiscal definida por el Gobierno es, en líneas generales, coincidente con estos criterios

De acuerdo con la última Actualización del Programa de Estabilidad de España presentada el 29 de abril de 2011, la estrategia de consolidación definida por el Gobierno supone que más del 70 % del ajuste estructural primario requerido hasta 2013 se concentraría en 2010 y 2011. Además, en el bienio 2010-2011 el ajuste ya realizado o aprobado descansa en un 60 % en el control del gasto público, de forma que el consumo público y la inversión pública se reducirían en 1,5 puntos del PIB (con una aportación de la remuneración de asalariados de siete décimas), y los otros gastos y subvenciones disminuirían en alrededor de 1 punto del PIB. Por su parte, la composición de la consolidación fiscal planeada para 2012-2014 descansa también, en cerca del 80 %, en el recorte del gasto, debido, sobre todo, al ajuste del consumo público.

El avance, en paralelo, en las reformas estructurales es crucial para el ajuste fiscal

Cualquier medida que incremente el crecimiento potencial de la economía española tiende a facilitar el ajuste fiscal. En particular, las políticas de oferta dirigidas a mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores pueden conducir a una expansión de la actividad y de los ingresos públicos y, por lo tanto, ayudan a conseguir la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esta complementariedad se produce por varias vías. La reducción de las barreras a la competencia y la mejora de la eficiencia en el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios y de trabajo tienen efectos positivos sobre la productividad. Se ha estimado, por ejemplo, que una mejora de la competencia en el mercado de productos hasta el nivel del país con mayor competencia podría generar un incremento de la productividad del 2,5 %¹⁵. Paralelamente se encuentran las reducciones de gasto que se obtienen como consecuencia de una mayor actividad económica. Por ejemplo, se reduciría el peso de las prestaciones por desempleo, que en el caso español alcanzó el 3 % del PIB en

15 Sobre los efectos de la regulación de los mercados de bienes y servicios y de las instituciones del mercado de trabajo sobre la productividad, véanse, respectivamente, G. Nicoletti y S. Scarpetta (2006), «Regulation and Economic Performance: Product Market Reforms and Productivity in the OECD», en T. Eicher y C. García-Peñalosa (eds.), *Institutions, Development and Growth*, MIT Press, y A. Basanini, L. Nunziata y D. Venn (2009), «Job protection legislation and productivity growth in OECD countries», *Economic Policy*, 24 (58), pp. 349-402.

2010, frente al 1,9% en la media de los países del área del euro. Finalmente, un mayor crecimiento esperado reduce los *spreads* de deuda pública. Así, los efectos a corto y a medio plazo de un ajuste fiscal, cuando se realiza por separado, y cuando se lleva a cabo junto con reformas estructurales que aumentan la competencia en el mercado de bienes y servicios y la flexibilidad del mercado de trabajo, son muy diferentes (véase recuadro 1.3. del capítulo 1 de este Informe). Las reformas estructurales, en la medida en que reduzcan las distorsiones existentes en los mercados de trabajo y de productos, tienen un impacto positivo significativo sobre la actividad y las finanzas públicas, que mitiga los efectos adversos de las tensiones financieras y otorga un mayor margen de maniobra a la política fiscal.

4 Las bases de un programa de estabilidad fiscal para España

4.1 EL MARCO PRESUPUESTARIO Y LAS REGLAS FISCALES

El marco institucional de la política presupuestaria en los países europeos está siendo reconsiderado, otorgando un mayor protagonismo a las reglas que controlan el crecimiento del gasto público

En España, las leyes de estabilidad presupuestaria deberían reforzarse con la extensión de un límite de gasto a todas las administraciones, que además debería definirse con mayor precisión

La literatura económica muestra que los países que disponen de marcos presupuestarios más exigentes tienden a presentar una mayor disciplina fiscal. Además, las experiencias de algunos países de nuestro entorno muestran que los marcos de reglas fiscales más exitosos son aquellos que combinan una regla de déficit público con límites explícitos al gasto público (véase recuadro 2.1). En este sentido, la mayoría de los países de la UE han mejorado la calidad de sus marcos fiscales, como resultado, sobre todo, de la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y de su extensión a un conjunto adicional de reglas fiscales nacionales. Además, entre las novedades para tratar de reforzar la disciplina fiscal en la UEM, la reforma del PEC actualmente en discusión incorpora la necesidad de desarrollar adecuadamente estos marcos fiscales nacionales y la aplicación de una regla de crecimiento prudente del gasto público a la hora de valorar los desarrollos fiscales de los países.

España cuenta con las leyes de estabilidad presupuestaria que establecen límites al déficit en el que pueden incurrir todos los niveles de las AAPP, así como las entidades públicas empresariales. En particular, la Administración Central, las CCAA, las CCLL y la Seguridad Social deben presentar una situación de equilibrio o superávit a lo largo del ciclo económico, en términos de capacidad de financiación. Sin embargo, tan solo la Administración General del Estado se encuentra sujeta por un límite de gasto anual aprobado por el Parlamento antes de la elaboración de los Presupuestos.

Dada la efectividad de estos límites al crecimiento del gasto, que han permitido reducir las desviaciones presupuestarias del Estado, exceptuando el período excepcional de crisis económica¹⁶, y, sobre todo, el carácter descentralizado del gasto público en España, este tipo de reglas debería extenderse a las Administraciones Territoriales, en particular a las CCAA, donde las desviaciones del gasto en relación con las previsiones presupuestaria han tenido un carácter sistemático y superaron el 3% anual entre 1984 y 2007. Además, incluso en el caso del límite de gasto del Estado, puede mejorarse su definición, de forma que se efectúe no solo en términos de Contabilidad Presupuestaria, sino también en términos de Contabilidad Nacional, y se ancle en algún indicador macroeconómico, como el crecimiento tendencial del PIB nominal.

En este sentido, la reciente actualización del Programa de Estabilidad de España establece el compromiso de incorporar a la Ley de Estabilidad Presupuestaria una regla de gasto, con características similares a la reciente propuesta de la Comisión Europea (véase recuadro 2.1).

¹⁶ Véase T. Leal y J. Pérez (2009), *Análisis de las desviaciones presupuestarias aplicado al caso del presupuesto del Estado*, Documentos de Trabajo, n.º 0933, Banco de España.

Las experiencias de algunos países de nuestro entorno (Dinamarca, Suecia, Finlandia o Suiza) muestran que los marcos de reglas fiscales más exitosos son aquellos que combinan una regla de déficit público con límites explícitos al gasto público¹. Su utilidad reside en que se dirigen a la fuente habitual de déficits públicos. En concreto, la fijación ex ante de una cuantía máxima de gasto disciplina la elaboración de los presupuestos de cada unidad de gasto, que, así, tienen menos margen para presionar al alza sus demandas individuales. Por otra parte, la existencia de un límite de gasto permite ahorrar, ex post, el aumento de los ingresos en situaciones cíclicas mejores de lo esperado. Además, si la regla está bien definida y es transparente, permite identificar los componentes de gasto que generan las desviaciones.

Una regla de gasto se encuentra en discusión a nivel europeo en el marco de las propuestas de reforma del PEC y, de acuerdo con la propuesta de la CE, su adopción obligaría a que, si un país no alcanzara su objetivo fiscal de medio plazo², la política fiscal se calificaría como prudente solo si el incremento del gasto fuera inferior al crecimiento potencial nominal de la economía, corregido este último de medidas discrecionales sobre los ingresos³.

1 Véase G. Ljungman (2008), *Expenditure Ceilings - A Survey*, IMF Working Paper, n.º 282.

- 2 El objetivo de medio plazo del PEC se define de forma individual para cada país, pero, en general, obliga a alcanzar y a mantener un saldo público estructural equilibrado.
- 3 Esto último implica que el crecimiento del gasto podría superar el potencial de la economía si se prevé una reforma fiscal que vaya a aumentar los ingresos (y lo contrario para una reducción impositiva). El exceso permitido de crecimiento del gasto sobre el potencial será igual a la magnitud de los ingresos recaudados por el incremento de impuestos.

SIMULACIÓN EX POST PARA EL PERÍODO 1998-2007 DE LA APLICACIÓN DE UNA REGLA DE GASTO SIMILAR A LA PROPUESTA POR LA COMISIÓN EUROPEA (a) (b)

Países	Crecimiento medio observado del gasto primario nominal (1998-2007)	Crecimiento medio del PIB real potencial (c)	Crecimiento máximo promedio del gasto primario nominal compatible con la regla de gasto (1998-2007) (d)	Número de años con crecimiento del gasto observado por encima de la regla de gasto (e)	Saldo público de las AAPP observado en 2007	Saldo de las AAPP que se hubiera registrado en 2007 con una evolución del gasto compatible con la regla de gasto (f)
Bélgica	4,5	2,4	3,6	7,0	-0,4	3,4
Alemania	1,5	1,7	2,4	3,0	0,3	-3,5
Estonia	12,5	6,1	11,7	7,0	2,5	4,9
Irlanda	11,6	5,5	7,5	7,0	0,0	11,2
Grecia	9,3	2,9	6,5	9,0	-6,7	3,0
España	7,8	3,0	5,9	8,0	1,9	8,2
Francia	3,9	2,2	3,0	7,0	-2,7	1,2
Italia	4,4	1,9	3,6	7,0	-1,5	1,8
Chipre	9,4	4,3	7,6	7,0	3,4	9,3
Luxemburgo	7,2	4,0	6,6	6,0	3,7	5,7
Malta	4,7	2,2	4,0	5,0	-2,3	-0,2
Holanda	5,5	1,7	4,6	6,0	0,2	3,4
Austria	3,2	2,2	2,7	6,0	-0,6	1,3
Portugal	6,4	1,9	5,3	7,0	-2,8	1,1
Eslovenia	9,5	3,7	9,1	7,0	0,0	1,8
Eslovaquia	6,9	4,6	8,6	6,0	-1,8	-8,3
Finlandia	4,0	2,7	3,1	7,0	5,2	9,1

FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

- a La simulación se efectúa año a año, si bien en las columnas 1, 2 y 3 se muestran los crecimientos promedios.
- b De acuerdo con la información disponible de las cuentas nacionales en diciembre de 2010.
- c Crecimiento potencial promedio del período 2004-2010 según el informe «The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 MemberStates», Report of the Economic Policy Committee and the European Commission (2006).
- d La regla de gasto simulada se define como un límite al crecimiento del gasto primario nominal anual equivalente a la suma del crecimiento del PIB real potencial y del crecimiento observado del deflactor del PIB, ajustado por la existencia de medidas impositivas discrecionales. Además, si el país no ha alcanzado en el año analizado el objetivo fiscal de medio plazo, de acuerdo con las estimaciones disponibles en diciembre de 2010 de la CE del saldo ajustado de ciclo corregidas por el efecto de la regla, el límite máximo de crecimiento del gasto se reduce en un 1%.
- e La columna indica el número de años en los que el gasto observado fue superior al límite máximo en el período comprendido entre 1998 y 2007.
- f Saldo público que se habría obtenido en 2007 si el límite máximo de gasto estimado hubiera sido respetado todos los años del período.

En el cuadro adjunto se ilustra el funcionamiento de una regla de estas características⁴. En concreto, se muestra el saldo público que habrían obtenido los países del área del euro en 2007 en caso de que hubiesen aplicado una regla similar a la propuesta por la CE en todos los años del período 1997-2007. Para ello, se parte de los datos fiscales de 1997 y, en caso de que un país no haya alcanzado el objetivo fiscal de medio plazo que le impone el PEC, se establece un crecimiento del gasto público primario inferior en 1 pp al crecimiento potencial nominal de la economía⁵. En este ejercicio, una vez que el país alcanza el objetivo de medio plazo, el aumento del gasto primario se iguala al crecimiento potencial nominal de la economía⁶. Se puede comprobar que un cumplimiento estricto de esta regla habría llevado a una situación mucho más saneada en la mayoría de los países durante la década previa a la crisis económica. De hecho, Alemania aparece como el único país en el que su aplicación no habría llevado a una mejora de la situación fiscal, dado que presenta en el período analizado un crecimiento del gasto primario promedio del 1,5 %, por debajo en casi 1 pp del exigido por la regla (2,4 %). En España, la aplicación de una regla de este tipo habría facilitado el ahorro de los ingresos extraordinarios derivados de la expansión inmobiliaria y habría permitido la consecución de un superávit fiscal en 2007 superior en cerca de 6 pp del PIB al realmente observado. Esto es el resultado de que el crecimiento del gasto primario promedio del período fue en España significativamente superior al que se deriva de la aplicación de la regla (7,8 %, frente al 5,9 %, respectivamente).

La definición de una regla de gasto no está, sin embargo, exenta de dificultades. En primer lugar, se debe elegir la variable que permite anclar el crecimiento del gasto permitido. Si se parte de una situación de equilibrio presupuestario y, dado que los ingresos públicos presentan una elasticidad aproximadamente unitaria con el PIB nominal de la economía, el límite de gasto debería fijarse sobre la base del crecimiento de esta variable. Obviamente, si se parte de un déficit público, la vuelta al equilibrio presupuestario exigirá un crecimiento del gasto por debajo del crecimiento nominal hasta alcanzar dicho equilibrio. Por otra parte, para evitar que la variación del gasto público sea procíclica, se debe sustituir el PIB nominal por el PIB nominal potencial de la economía. De esta forma, en una fase de expansión económica, caracterizada por un crecimiento del PIB por encima del potencial, el gasto público deberá crecer por debajo del crecimiento del PIB observado, mientras que lo contrario sucederá en las recesiones. En todo caso, debe subrayarse que el crecimiento potencial de la economía no es una varia-

ble observable y su estimación es controvertida. Como consecuencia, de cara a su aplicación en la regla de gasto debe recomendarse una estimación prudente del producto potencial.

Por otra parte, el crecimiento del PIB potencial se estima normalmente solo en términos reales, por lo que se requiere adicionalmente la definición del componente nominal. Para ello, se puede recurrir a utilizar el crecimiento anual del deflactor del PIB. Sin embargo, si se permite que el crecimiento del gasto acomode cualquier incremento del deflactor, esto podría llevar a permitir aumentos del gasto muy elevados como consecuencia de la existencia de una inflación también muy elevada. Para evitar este problema, se puede optar por establecer algún límite al incremento del deflactor incorporado en la regla (por ejemplo, el compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE).

Asimismo, la regla debe explicitar los componentes de gasto que se encuentran sometidos a la misma. En ocasiones, con el fin de evitar que el límite implique una reducción del gasto productivo, se ha propuesto la exclusión del gasto de inversión. Sin embargo, esta regla es más difícil de supervisar y más fácil de eludir, dado que en la práctica la distinción entre los gastos corrientes y de inversión no es clara. En este sentido, tanto el Reino Unido como Alemania han abandonado recientemente este tipo de reglas de oro. Por otra parte, las reglas fiscales nacionales existentes excluyen a menudo los pagos por intereses⁷. Finalmente, en ocasiones se propone excluir de la regla el gasto en prestaciones por desempleo, con el fin de evitar, de nuevo, un sesgo procíclico. Sin embargo, se argumenta que su exclusión añade complejidad a la regla y puede dejar fuera incrementos de gasto derivados de un incremento estructural del desempleo, que no se corregirán con la evolución cíclica.

La regla de gasto debe también explicitar el mecanismo de corrección de las posibles desviaciones que se produzcan, para lo que su encuadramiento en un horizonte de presupuestación pluriannual puede resultar especialmente adecuado.

En resumen, las reglas de gasto se han demostrado un instrumento muy útil para garantizar la disciplina fiscal, pero su definición puede condicionar en gran medida su efectividad. Con carácter general, se puede afirmar que para maximizar su efectividad deben cubrir la totalidad del gasto público, incluyendo los gastos fiscales, aplicarse a todos los niveles de gobierno, enmarcarse en un marco presupuestario de medio plazo, establecer un mecanismo de corrección de las desviaciones y anclarse en estimaciones prudentes del crecimiento potencial y la inflación de la economía.

4 Véase L. Fernández-Caballero, P. Hernández de Cos y J. Pérez García (2011), *El marco de reglas fiscales en España*, mimeo.

5 El crecimiento potencial de cada país se calcula como la suma del crecimiento del PIB real potencial de acuerdo con las estimaciones de 2006 del Comité de Política Económica de la Unión Europea para el período 2004-2008 y el deflactor del PIB observado en cada año.

6 De acuerdo con lo señalado en la nota 3, el límite de gasto se incrementa/reduce por la cuantía estimada de las medidas impositivas discrecionales en cada año.

7 En un contexto de creciente endeudamiento público como el actual, esta exclusión podría dar lugar a un menor nivel de esfuerzo fiscal, mientras que lo contrario sucedería en una situación de reducción de los ratios de deuda pública sobre el PIB.

De acuerdo con esta regla, el gasto de las AAPP, presupuestado y ejecutado, no podrá superar la tasa de crecimiento a medio plazo de referencia de la economía española. Por otra parte, el gasto solo podrá superar el establecido por la regla de gasto si se adoptan medidas de aumento permanente de los ingresos; a su vez, los cambios normativos que conlleven pérdidas permanentes de ingresos llevarán automáticamente a una revisión a la baja del umbral de gasto. La regla de gasto será aplicable directamente a la Administración Central del Estado y a las Corporaciones Locales, y el Gobierno promoverá su adopción por las CCAA¹⁷.

Además, los mecanismos para hacer cumplir las reglas deberían reforzarse...

Las reglas fiscales deben incorporar los mecanismos adecuados que obliguen a su aplicación o, en caso de incumplimiento, a su corrección. En el caso español, la Ley de Estabilidad permite la existencia de desviaciones respecto a los límites establecidos, de forma que, si se producen, la administración responsable se ve obligada a presentar un plan de corrección, que en el caso de las CCAA debe ser aprobado por el Consejo de Política Fiscal y Financiera. Además, se establece que, si como consecuencia de ese incumplimiento España es sancionada en el contexto del PEC, la administración responsable pagará la parte proporcional de la sanción. Por otra parte, la Ley de Estabilidad permite que el Estado central condicione las autorizaciones de emisión de deuda pública de las CCAA al cumplimiento de los objetivos. Esta condicionalidad de las autorizaciones es, de hecho, la que se está aplicando en este último año y su utilización debe valorarse muy positivamente, a pesar de no ser de aplicación automática. En este sentido, debe recordarse que una mayor automaticidad en la fijación de determinadas sanciones es una pretensión de la reforma del Pacto de Estabilidad. En la legislación española no existe, sin embargo, la posibilidad de establecer sanciones, más allá de las mencionadas que se deriven del incumplimiento del PEC, una posibilidad que podría plantearse de cara al futuro como un mecanismo adicional de disciplina, aunque la evidencia muestra que no es fácil definir estas de manera que su aplicación sea efectiva.

... y debería aumentar la transparencia de las cuentas públicas, sobre todo en las Administraciones Territoriales

Otro elemento esencial de las reglas fiscales es la transparencia, tal y como se reconoce en la Ley de Estabilidad Presupuestaria. Por ello, aunque la difusión de datos relativos a la actividad del Estado es abundante, detallada y con desfases relativamente reducidos, no era este el caso de la mayoría de las Administraciones Territoriales hasta fechas recientes, lo que limitaba la capacidad para controlar a tiempo su actividad y la rendición de cuentas, y resultaba especialmente peligroso en un momento como el actual, en el que la falta de información puede redundar en una desconfianza de los mercados¹⁸.

Con el fin de subsanar estas carencias, el Gobierno comenzó a publicar a finales de 2010 información sobre la ejecución presupuestaria del conjunto y de cada una de las CCAA, con carácter trimestral (véase cuadro 2.2). En todo caso, sería deseable una publicación regular de la ejecución presupuestaria del conjunto y de cada una de las CCAA, con la misma periodicidad, grado de detalle, desfase y facilidad de acceso que las del Estado. También sería conveniente la disponibilidad de alguna información, posiblemente de carácter más agregado, para las principales ciudades, dado su tamaño relativo en comparación con la mayoría de las CCAA. Las propuestas de Eurostat más recientes para reforzar el Pacto de Estabilidad en materia estadística van precisamente en la dirección de acrecentar la transparencia.

17 Además, el Programa de Estabilidad, en línea con la propuesta de reforma del Pacto de Estabilidad (que pretende otorgar mayor importancia a la deuda pública en el procedimiento de supervisión fiscal europeo), menciona que se establecerán reglas más estrictas para el endeudamiento, ampliando su seguimiento, que se referirá no solo al cumplimiento de las reglas sobre la deuda definida en el Protocolo de Déficit Excesivo, sino también al resto de pasivos financieros.

18 Véase T. Leal, D. Pedregal y J. J. Pérez, «Short-term monitoring of the Spanish government balance», *SERIEs-Journal of the Spanish Economic Association*, 2, pp. 97-119.

DISPONIBILIDAD DE INFORMACIÓN INTRAANUAL EN INTERNET EN DICIEMBRE DE 2010 SOBRE LA EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, EL ESTADO, LA SEGURIDAD SOCIAL Y LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS CUADRO 2.2

	Cobertura	Frecuencia	Retraso en la publicación	Primer año disponible	Marco contable
ESTADO	Ingresos y gastos	Mensual (a)	Aproximadamente, un mes	Caja: Enero de 1988 CN: Enero de 1995	CN, Caja
SEGURIDAD SOCIAL					
Sistema de la Seguridad Social	Ingresos y gastos	Mensual (a)	Aproximadamente, un mes	Enero de 1984	Caja
Sistema Público de Empleo Estatal	Ingresos y gastos	Mensual (a)	Aproximadamente, un mes	Enero de 1984 (b)	Caja
COMUNIDADES AUTÓNOMAS	Ingresos y gastos	Trimestral	Dos meses	IV TR 2010	Presupuestos
Desde diciembre de 2010 se publican trimestralmente de forma homogénea los datos relativos a la ejecución presupuestaria del agregado de CCAA y de cada CA.					
Otros datos publicados de manera regular (c):					
Andalucía	Ingresos y gastos	Trimestral	Aproximadamente, un mes	2008	Caja
Aragón	—	—	—	—	—
Asturias	—	—	—	—	—
Baleares	—	—	—	—	—
Canarias	Ingresos y gastos (d)	Trimestral	Aproximadamente, un mes		1990 Caja
Cantabria	Ingresos y gastos	Mensual	Aproximadamente, un mes	2006 (semestral de 2001 a 2005)	Caja
Castilla-La Mancha	Ingresos y gastos	Trimestral	—		1999 Caja
Castilla y León	Ingresos y gastos	Mensual	Aproximadamente, un mes	Noviembre de 2009 (trimestral desde 1991)	Caja
Cataluña	Ingresos y gastos	Mensual	Aproximadamente, dos meses	2007	Caja
Extremadura	—	—	—	—	—
Galicia	Ingresos y gastos	Trimestral	Aproximadamente, cuatro meses	I TR 2002	Caja
La Rioja	—	—	—	—	—
Madrid	Gastos	Mensual	Aproximadamente, dos meses	Octubre de 1998	Caja
Murcia	—	—	—	—	—
Comunidad Foral de Navarra	—	—	—	—	—
Comunidad Aut. País Vasco	Ingresos y gastos	Trimestral	Aproximadamente, dos meses	II TR 2004 (anuales desde 2000)	Caja
Comunidad Valenciana	—	—	—	—	—
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	Ingresos y gastos	Trimestral	Aproximadamente, tres meses	2000	CN

FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado, Administración de la Seguridad Social, Consejerías de Economía, Institutos de Estadística y Boletines Oficiales de cada una de las CCAA.

- a** La publicación del dato de diciembre de Estado, SSS y SPEE sufre un retraso superior al mes.
b Los datos de SSS y SPEE con anterioridad a esa fecha eran publicados con frecuencia trimestral.
c Búsqueda realizada sobre fuentes públicas a fecha 10 de diciembre de 2010. Las fuentes consultadas han sido las páginas web de la Consejería de Economía, el Boletín Oficial y el Instituto de Estadística de cada una de las CCAA.
d Las primeras publicaciones sobre la ejecución presupuestaria de Canarias solamente incluían ejecución de ingresos.

La planificación presupuestaria a medio plazo debería adquirir más relevancia

Una planificación presupuestaria a medio plazo, que obligue a analizar periódicamente la dinámica estructural de las distintas partidas de los ingresos y de los gastos públicos y que permita detectar los nichos donde los márgenes para la racionalización y el ajuste son superiores, puede resultar especialmente apropiada cuando se requieren medidas de ajuste que van más allá de una corrección transitoria de los desequilibrios. De hecho, la aplicación de marcos de presupuestación plurianual de carácter vinculante también se señala en la literatura como un factor positivo en la aplicación de planes de ajuste fiscal, siendo Holanda el mejor ejemplo de aplicación exitosa de este principio.

En algunos casos, la delegación total o parcial de ciertas decisiones de política fiscal a un organismo independiente ha sido también discutida recientemente a escala internacional como un mecanismo de incrementar la disciplina, aunque su diseño y efectividad no están exentos de controversia (véase recuadro 2.2).

Para la disciplina fiscal, la definición de un marco adecuado para las Administraciones Territoriales resulta crucial

En un sistema tan descentralizado como el español, el logro de la disciplina fiscal se enfrenta a los problemas tradicionales de coordinación entre administraciones. En este sentido, además de la extensión de las reglas fiscales a los niveles inferiores de gobierno, la Ley de Estabilidad incluye una cláusula que establece que el Estado no se hará cargo de la financiación de los déficits o deuda pública de los niveles inferiores de gobierno¹⁹. Esta cláusula trata de evitar que el coste de los comportamientos fiscales inadecuados en una región se traslade al resto o al Estado central, y es fundamental para que el mercado de capitales mantenga un efecto disciplinador relevante a partir de la discriminación entre las primas de riesgo de la deuda de las distintas administraciones.

Adicionalmente, el logro de la disciplina fiscal también depende de la existencia de una cierta correspondencia entre el nivel de responsabilidades de gasto de las regiones y su autonomía fiscal (corresponsabilidad fiscal), entendida esta última como la capacidad de las regiones de generación de ingresos para financiar aquel gasto. Sin esta autonomía, las regiones dependen excesivamente de las transferencias intergubernamentales, distorsionando la relación que debe existir entre los impuestos y el gasto público, lo que hace más improbable que los ciudadanos penalicen el comportamiento indisciplinado de los gobernantes, al crear la apariencia de que el gasto regional es financiado, al menos en parte, por los no residentes en la región. La literatura empírica encuentra, de hecho, una relación positiva entre el nivel de las transferencias recibidas por las regiones y su nivel de gasto y de déficit público²⁰. En España, aunque se ha producido un incremento gradual de la corresponsabilidad fiscal, este incremento solo ha alcanzado una magnitud y, sobre todo, unas características relevantes en los últimos acuerdos de financiación, en la medida en que se eliminaron las garantías estatales sobre el crecimiento de los ingresos, se incrementó el peso de los ingresos impositivos en el total de ingresos de las CCAA, reduciéndose la dependencia de las transferencias estatales, y se incrementó la capacidad de modificación normativa sobre los mismos (véase cuadro 2.3).

Sin embargo, quedan algunos elementos por resolver. El primero surge de la falta de estabilidad del sistema, que ha generado un elevado incentivo a promover, por parte de las CCAA, los procesos negociadores como un medio de incrementar el volumen de financiación adquirida. A esta inestabilidad de los acuerdos de financiación habría también contribuido la complejidad del sistema, que dificulta la previsión de su evolución en el

19 En concreto, la Disposición Adicional Única de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria señala "El Estado no asumirá ni responderá de los compromisos de las Comunidades Autónomas, de las Entidades Locales y de los entes vinculados o dependientes de aquéllas, ..."

20 Para el caso español, véase I. Argimón y P. Hernández de Cos (2011), «Fiscal Rules and Federalism as Determinants of Budget Performance: An Empirical Investigation for the Spanish Case», *Public Finance Review*, 3 de febrero.

Dentro del proceso de reforma de las reglas e instituciones de gobierno económico de la zona del euro, la introducción de cambios en el marco institucional de la política fiscal ocupa un lugar prioritario. A este respecto, dos recomendaciones que están siendo consideradas son¹ la de reforzar la independencia de la supervisión de las políticas fiscales, mediante la creación de una agencia europea fiscal independiente bajo el mandato del Eurogrupo, y la de ampliar los marcos fiscales nacionales, con la creación de oficinas presupuestarias independientes o instituciones fiscales supervisoras en todos los países miembros.

En relación con la tipología de agencias fiscales independientes, cabe distinguir dos modalidades². Por una parte, se encuentran los *consejos fiscales*, que, mediante el análisis y la previsión, actúan como referentes, contrapesos o garantes de la conducción ortodoxa de la política fiscal y del cumplimiento de las reglas fiscales existentes. Por otra parte, se clasifican como *autoridades fiscales independientes* las que, mediante el control directo de alguna herramienta operativa de la política fiscal, pueden influir sobre el equilibrio presupuestario.

La principal razón teórica que justifica la delegación de una decisión pública a una autoridad independiente se basa en la identificación de situaciones en las que existe incoherencia temporal, es decir, cuando se toman decisiones de corto plazo sin la consideración de sus consecuencias de largo plazo. En el caso de la política monetaria, el *sesgo inflacionista* puede reducirse mediante la delegación del control de las herramientas operativas monetarias a un banco central independiente con un objetivo claro de estabilidad de precios.

En el caso de la política fiscal, puede haber un *sesgo deficitario*, especialmente en el contexto de una unión monetaria³, pero la delegación de herramientas fiscales es menos común, debido al consenso limitado que existe sobre el nivel óptimo de los gastos e ingresos públicos. Un ejemplo de delegación de instrumentos fiscales a autoridades ajenas al Gobierno se produce en la gestión de los fondos de inversión soberanos. En países democráticos, estos fondos sirven para suavizar el gasto público y los impuestos a lo largo del tiempo, y actúan dentro de un marco parecido a la delegación de la política monetaria, resumido en los «Principios de Santiago» del Fondo Monetario Internacional⁴. Según estas normas, dichos fondos deben tener un mandato que defina sus objetivos y que les otorgue la independencia operativa frente al Ministerio de Economía, sujeto a reglas de transparencia en su actuación. Además, los bancos centrales suelen actuar como garantes de la independencia de los fondos soberanos: por ejemplo, una división del Banco Central de Noruega gestiona los fondos noruegos, mientras que el Banco Central de Chile nombra el comité gestor de los fondos chilenos.

En la Eurozona, el papel de la Comisión Europea en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) puede verse como una delegación de responsabilidades fiscales a una agencia supranacional. No obstante, el funcionamiento del PEC se ha visto comprometido por la falta de herramientas efectivas para garantizar a priori el objetivo de disciplina fiscal; además, la evidencia empírica sugiere que una agencia fiscal independiente debería tener un carácter nacional, dada la importancia del conocimiento específico de los marcos fiscales nacionales para su funcionamiento eficaz. De acuerdo con estos argumentos, han surgido propuestas de diseño de posibles autoridades fiscales independientes con un mandato centrado en el equilibrio presupuestario, y con control de instrumentos operativos para asegurarlo, tales como modificar los tipos impositivos sobre el valor añadido o sobre la renta, sin intervención del Parlamento, cuando las circunstancias presupuestarias o coyunturales lo exigiesen, o imponer recortes globales en caso de que el legislativo plantease un presupuesto incoherente con el déficit establecido⁵.

No obstante, la mayoría de las agencias fiscales independientes en funcionamiento toma la forma de consejos asesores. Sus mandatos van desde la preparación de previsiones presupuestarias y macroeconómicas hasta la evaluación de posibles programas gubernamentales. La evidencia histórica sugiere que estos consejos pueden reducir el sesgo deficitario si intervienen directamente en el proceso presupuestario con recomendaciones normativas propias, y que pueden reforzar el impacto de las reglas, leyes u objetivos fiscales⁶. Hay un ejemplo en Estados Unidos, donde las proyecciones del consejo fiscal del Congreso servían para calcular los ajustes fiscales necesarios para compensar nuevos programas de gasto; otro en los Países Bajos, donde los partidos políticos toman como base las previsiones macroeconómicas del consejo fiscal, que evalúa también los acuerdos fiscales de los Gobiernos de coalición; y otro en Chile, donde dos paneles mutuamente independientes vigilan el mantenimiento de un superávit estructural del 1 % del PIB a lo largo del ciclo económico. Otro papel relevante de algunas agencias fiscales independientes es actuar como un árbitro neutral entre la Administración General del Estado y las Administraciones Territoriales, como establece una reforma reciente en Australia⁷.

En el caso español, una novedad institucional ha sido el establecimiento, este año, de la Oficina Presupuestaria de las Cortes Generales (OPCG)⁸, que se crea como un mecanismo de asesoramiento técnico a las Cortes en el seguimiento y control de la ejecución de los Presupuestos Generales del Estado, cuyo papel está todavía pendiente de definir en detalle.

1 BCE (2010), «Reinforcing Economic Governance in the Euro Area», junio.
 2 Véanse X. Debrun, D. Hauner y M. Kumar (2009), «Independent fiscal agencies», *Journal of Economic Surveys*, 23 (1), pp. 44-81, y L. Calmfors y S. Wren-Lewis (2011), *What should fiscal councils do?*, CESifo WP3382.
 3 Véanse A. Velasco (1999), «A model of endogenous fiscal deficits and delayed fiscal reforms», en J. Poterba y J. von Hagen (eds.), *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, Univ. of Chicago Press, y R. Beetsma y R. Bovenberg (1999), «Does monetary unification lead to excessive debt accumulation?», *Journal of Public Economics*, 74, pp. 299-325.
 4 International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), *Generally Accepted Principles and Practices*, octubre.

5 Véanse J. von Hagen y I. Harden (1995), «Budget processes and commitment to fiscal discipline», *European Economic Review*, 39, pp. 771-779; S. Wren-Lewis (2002), *Fiscal policy, inflation, and stabilisation in EMU*, mimeo, Univ. of Exeter; L. Calmfors (2003), «Fiscal policy to stabilise the domestic economy in the EMU: what can we learn from monetary policy?», *CESifo Economic Studies*, 49 (3), pp. 319-353, y C. Wyplosz (2005), «Fiscal policy: institutions versus rules», *National Institute Economic Review*, 191, pp. 70-84.
 6 Véanse Debrun et ál. (2009), op. cit., y Calmfors y Wren-Lewis (2011), op. cit.
 7 Council of Australian Governments (2010), Charter, «COAG Reform Council», 30 de junio.
 8 Ley 37/2010, de 15 de noviembre, por la que se crea la Oficina Presupuestaria de las Cortes Generales.

IMPUESTOS CEDIDOS (entre paréntesis, los porcentajes de cesión del sistema anterior)	% de cesión	Capacidad normativa
IMPUESTOS DIRECTOS		
IRPF	50 (33)	Sí
Sucesiones y donaciones	100 (100)	Sí
IMPUESTOS INDIRECTOS		
IVA	50 (35)	No
Especiales de fabricación	58 (40)	No
Ventas minoristas de hidrocarburos	100 (100)	Sí
Electricidad	100 (100)	No
Transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados	100 (100)	Sí
Matriculación	100 (100)	Sí
Tasas sobre juego	100 (100)	Sí
FONDO DE GARANTÍA		
Cuantía en el año base: las CCAA aportan el 75 % de los impuestos cedidos en términos normativos y el Estado aporta una cuantía en torno al 0,8 % del PIB.		
El Fondo se reparte por CCAA según la población ajustada (población 30 %, población protegida equivalente 38 %, población mayor de 65 años 8,5 %, población hasta 16 años 20,5 %, superficie 1,8 %, dispersión 0,6 %, insularidad 0,6 %).		
En los años futuros, la aportación de las CCAA evoluciona según la recaudación, la aportación del Estado evoluciona según el ITE (a) y la población ajustada se recalcula año a año.		
FONDO DE SUFICIENCIA GLOBAL		
Cuantía en el año base: necesidades de financiación de cada CA (incluyendo la participación en la aportación adicional del Estado al sistema, en torno al 0,7 % del PIB), menos la financiación por tributos cedidos en términos normativos y menos la participación neta en el Fondo de Garantía.		
En los años futuros, el Fondo evoluciona según el ITE (a).		
FONDOS DE CONVERGENCIA AUTONÓMICA		
Se crean dos nuevos fondos: el Fondo de Competitividad (0,2 % del PIB en el año base) y el Fondo de Cooperación (0,1 % del PIB en el año base).		
El Fondo de Competitividad se reparte anualmente entre las CCAA con financiación per cápita ajustada inferior a la media o a su capacidad fiscal, en función de su población ajustada relativa.		
El Fondo de Cooperación se reparte anualmente entre las CCAA que tengan un PIB per cápita inferior al 90 % de la media, que tengan una densidad de población inferior al 50 % de la densidad media o que, teniendo un crecimiento de población inferior al 90 % de la media, tengan una densidad de población por kilómetro cuadrado inferior a la cifra resultante de multiplicar por 1,25 la densidad media de las CCAA de régimen común.		
En los años futuros, ambos fondos evolucionan con el ITE (a).		

FUENTE: Banco de España.

- a El ITE está constituido por la recaudación estatal en el ejercicio, excluidos los recursos tributarios cedidos a las CCAA, por IRPF, IVA y los impuestos especiales de fabricación sobre la cerveza, sobre el vino y bebidas fermentadas, sobre productos intermedios, sobre alcohol y bebidas derivadas, sobre hidrocarburos y sobre las labores del tabaco.

tiempo e incluso su concreción anual, que solo depende de la recaudación fiscal efectiva con un desfase temporal. El segundo elemento, asociado al primero, surge de la forma en que se determina el gasto garantizado de las CCAA, puesto que en los procesos de negociación se ha optado siempre por tomar como dato el nivel de financiación previo, lo que garantiza a todas las CCAA que, en el año tomado como base, no sufrirán merma alguna en sus recursos. De cara al futuro, sería deseable, de un lado, una mayor estabilidad del sistema de financiación y, de otro, el empleo de algún método de cálculo objetivo de las necesidades reales de gasto de las CCAA, que evaluara el gasto efectivo actual, dotara al sistema de una mayor objetividad y eliminara los incentivos a replantear periódicamente acuerdos que tomen como base el nivel de financiación previamente alcanzado.

4.2 EL GASTO PÚBLICO

Para garantizar la estabilidad fiscal, resulta fundamental la reforma de las pensiones...

... que incida sobre la edad de jubilación efectiva y sobre la proporcionalidad entre las cotizaciones y las pensiones, tal y como hace el reciente proyecto de reforma

La introducción de un factor de sostenibilidad es especialmente relevante...

... mientras que, de cara a mejorar la transparencia y los incentivos del sistema, sería deseable avanzar hacia la proporcionalidad entre cotizaciones y pensiones

Con una perspectiva de largo plazo, el factor más relevante para la sostenibilidad fiscal en España y en el resto de países desarrollados es el impacto sobre las cuentas públicas del envejecimiento de la población, que presionará al alza tanto el gasto en pensiones como el gasto sanitario y en dependencia. Por tanto, garantizar la sostenibilidad en el largo plazo de las finanzas públicas pasa, en primer lugar, por la reforma del sistema de pensiones. Esta reforma es, además, especialmente adecuada en el corto plazo, dado que de la misma se pueden derivar importantes efectos positivos sobre la confianza, mientras que sus repercusiones sobre la demanda son muy limitadas. Todo ello sin olvidar su influencia positiva sobre el crecimiento potencial de la economía, a través de un incremento de las tasas de participación, en particular las de los individuos de más edad.

Puesto que el incremento del gasto se debe esencialmente al incremento de la esperanza de vida y a su consiguiente impacto sobre la tasa de dependencia, la sostenibilidad del sistema requiere retrasar la edad de jubilación, limitando la jubilación anticipada e incentivando la permanencia en la vida laboral. Las mismas consideraciones, junto con razones de equidad y de incentivación de la participación en el mercado de trabajo, aconsejan avanzar también hacia la proporcionalidad de las cotizaciones pagadas a lo largo de la vida laboral y las pensiones recibidas, para lo cual se necesita ampliar significativamente el número de años de cotización para el cálculo de la base reguladora, lo que nos acercaría a la situación de algunos países de nuestro entorno (véase cuadro 2.4).

El proyecto de ley de reforma del sistema público de pensiones enviado por el Gobierno a las Cortes Generales en marzo de 2011 avanza en ambas direcciones, y conseguiría, según las proyecciones disponibles, un ahorro importante del incremento de gasto previsto (véase recuadro 2.3).

La reforma incorpora, además, un factor de sostenibilidad a partir de 2027, que deberá servir para revisar cada cinco años los parámetros fundamentales del sistema en función de las diferencias entre la evolución de la esperanza de vida a los 67 años de la población entre el año 2027 y en el año en que se efectúe la revisión. La pronta definición de este factor de sostenibilidad y el adelanto de su aplicación sobre la fecha prevista (2027) resultan especialmente relevantes, lo que evitaría sucesivas tandas de negociaciones sobre la adaptación de los parámetros, que tan difíciles resultan de acordar.

Algunos países de nuestro entorno han introducido ya medidas similares (véase cuadro 2.4). En algunos de ellos (Finlandia, Italia y Portugal), el factor de sostenibilidad depende de la evolución de la esperanza de vida, mientras que en Alemania depende de la evolución de la ratio pensionistas/cotizantes. En los casos de Finlandia y de Italia solo afecta al cálculo de las nuevas pensiones; mientras que, en el caso alemán, el factor de sostenibilidad afecta a las nuevas pensiones y a la manera en que se actualizan las antiguas. En la mayoría de los casos, el ajuste de los parámetros del sistema de seguridad social es automático, salvo en el caso austríaco, donde la evolución de la esperanza de vida sirve solo de indicador de la necesidad de activar el ajuste.

Algunos países (Suecia, Italia y algunos de Europa Central y del Este) han optado por reformas de mayor envergadura, como es la transición hacia un sistema, que, siendo de reparto, se basa en el principio de contribución definida. Bajo este principio, las pensiones son proporcionales a las cotizaciones realizadas por cada individuo a lo largo de toda su vida laboral, adecuadamente actualizadas en función de la evolución demográfica y económica, y dependen de su edad en el momento de la jubilación. Esta regla implica una mayor transparencia en el cálculo de las pensiones, lo que incentiva la participación

REFORMAS RECIENTES EN LOS SISTEMAS DE PENSIONES DE LA UE 15

	Reformas paramétricas						Reformas estructurales	
	Cálculo de la pensión						Contribución definida	Cuentas nocionales
	Edad de jubilación	Incentivos a la prolongación de la actividad	Medida	Actualización de las bases	Actualización de la pensión	Factor de sostenibilidad		
Alemania	X	X			X	X		
Austria	X	X	X	X				
Bélgica	X	X		X				
Dinamarca	X	X				X		
España (a)		X						
Finlandia		X	X	X	X	X		
Francia	X	X	X	X		X		
Grecia	X		X					
Holanda								
Irlanda		X						
Italia	X	X	X		X	X	X	
Luxemburgo			X					
Portugal	X	X	X	X	X	X		
Reino Unido	X	X			X			
Suecia			X			X	X	

DESCRIPCIÓN DE LOS FACTORES DE SOSTENIBILIDAD EXISTENTES EN LOS SISTEMAS DE PENSIONES DE LA UE 15

Alemania	El grado de indexación de la pensión al crecimiento de los salarios se ajustará en función de la diferencia entre la variación del número de contribuyentes al sistema y el aumento del número de pensionistas.
Dinamarca	Los aumentos en la esperanza de vida a los 60 años a partir de 2005 se traducirán en retrasos en la edad de jubilación de manera que el número medio de años de cobro de pensión se mantenga fijo en 19,5 años. Las nuevas estimaciones, que se actualizarán cada 5 años, entrarán en vigor 10 años después.
Finlandia	El importe de la pensión se ajusta en función de los cambios que se produzcan en la esperanza de vida a partir de 2010.
Francia	El período de referencia que se utiliza para el cálculo del importe de la pensión se ajusta en función de los aumentos que se produzcan en la esperanza de vida a los 60 años, de forma que la relación entre el período de referencia para el cálculo de la pensión y el número de años esperado en la jubilación se mantenga constante.
Italia	El importe de la pensión depende directamente de los «coeficientes de transformación», que dependen de la esperanza de vida. Estos se deben revisar cada diez años.
Portugal	El importe de la pensión se ajustará según el cociente entre la esperanza de vida a los 65 años en 2006 y la esperanza de vida a esa misma edad en el año inmediatamente anterior en el que se produzca la jubilación.
Suecia	El importe de la pensión se ajustará en función de la esperanza de vida a la edad en que se produzca la jubilación, sin distinguir por sexo.

FUENTES: CPE, Comisión Europea y Banco de España.

a No se incluyen las medidas que forman parte del proyecto de reforma del sistema de pensiones enviado por el Gobierno al Parlamento en marzo del 2011.

laboral, produce un alargamiento de la vida laboral y, de esta manera, acaba elevando la relación entre las pensiones recibidas y los salarios.

La dinámica del gasto sanitario también es preocupante...

Las estimaciones disponibles anticipan un fuerte incremento del gasto sanitario como consecuencia del envejecimiento de la población, de alrededor de 1,6 puntos del PIB hasta 2060²¹. Cuando se analiza la evolución del gasto público por funciones en la década

21 Véase Comisión Europea y CPE (2009), «The 2009 Ageing Report: economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», *European Economy*, n.º 2/2009.

En marzo de 2011, el Gobierno envió al Parlamento el proyecto de ley de reforma del sistema público de pensiones, por el que se propone modificar algunos de sus principales parámetros. En primer lugar, la edad de jubilación se retrasa, con carácter general, a los 67 años (frente a los 65 actuales). El paso de 65 a 67 años se aplicará progresivamente en el período comprendido entre 2013 y 2027, al ritmo de un mes por año hasta 2018 y de dos meses por año a partir de 2019. Sin embargo, aquellos trabajadores que hayan cotizado 38 años y seis meses podrán seguir jubilándose a los 65.

La reforma también establece que, a partir de los 63 años, existe la posibilidad de jubilarse anticipadamente, siempre que se haya acreditado un mínimo de 33 años cotizados, siendo el coeficiente reductor anual de un 7,5% por año de anticipo sobre la nueva edad ordinaria de jubilación en cada caso, si bien en estos casos no podrán dar lugar a complemento por mínimos en la pensión. La única excepción a esta regla establece que la edad mínima (63 años) podrá ser reducida hasta los 61 años de edad en situaciones de crisis.

El segundo elemento destacado de la reforma es el alargamiento del período de cálculo de la base reguladora de 15 a 25 años (inmediatamente anteriores a la jubilación), que se realizará de manera progresiva a razón de un año entre 2013 y 2022. Asimismo, habrá que acreditar 37 años de cotización para acceder al 100% de la base reguladora de la pensión, de forma que los 15 primeros años de cotización darán derecho al 50%, mientras que el 50% restante se obtendrá de forma proporcional entre los 15 y los 37 años de cotización, haciéndose el cómputo de forma mensual. En este caso, también se fija un período transitorio, que comenzará en 2013 y concluirá en 2027. Además, se establece que, en caso de existir lagunas de cotización, las correspondientes a los primeros 24 meses se completarán con la base mínima de cotización, y las que excedan de 24 meses, con el 50% de la misma, que contrasta con la legislación actual, en la que todas las lagunas se completan con la base mínima.

Por otra parte, la reforma introduce un factor de sostenibilidad a partir de 2027, con el objetivo de mantener la proporcionalidad entre las contribuciones y las prestaciones esperadas del sistema, en virtud del cual cada cinco años se revisarán sus parámetros fundamentales según las diferencias que se observen entre la esperanza de vida a los 67 años de la población en el año en que se efectúe la revisión y la esperanza de vida a los 67 años en 2027, utilizando a tal efecto las previsiones realizadas por los organismos oficiales competentes. Finalmente, la reforma posibilita que, en determinadas condiciones, las mujeres que hayan interrumpido su vida laboral por nacimiento o adopción puedan adelantar la edad de jubilación antes de los 67 años, en nueve meses por cada hijo, con un máximo de dos años. También se establecen nuevos incentivos a la prolongación de la vida laboral, así como una mayor protección a los programas formativos universitarios y de formación profesional, de forma que los entes y empresas que los financien, deberán cotizar a la Seguridad Social por los beneficiarios de los mismos.

En relación con el impacto potencial de esta reforma, la información de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL) permite identificar, en primer lugar, que un porcentaje significativo de individuos se jubila en la actualidad con carreras de cotización superiores a los 38 años y 6 meses. Estos individuos podrían, de acuerdo con la nueva normativa, seguir jubilándose a los 65 años y, por tanto, no se verían afectados por el incremento de la edad de jubilación. En particular, se observa que, desde 1998, el porcentaje de individuos que se ha jubilado con una edad de 65 años o menos y con un período de cotización superior o igual a 39 años se ha mantenido relativamente estable en un valor cercano al 50%.

Distinguiendo por sexos, este porcentaje es superior en el caso de los hombres (alrededor del 61%) al de las mujeres (20% en 2009). En el caso de las mujeres se observa, además, una suave tendencia creciente de este porcentaje, desde el 12% de 1998 hasta el 20% de 2009, por lo que, en el futuro, el aumento de la participación femenina podría presionar ligeramente al alza este porcentaje, incrementando el número de personas que podría acogerse a la jubilación a los 65 años.

Por niveles de cualificación, se aprecia que el colectivo de individuos de cualificación más alta presenta un porcentaje ligeramente inferior al resto, debido posiblemente a que la mayor educación viene asociada a una edad de entrada al mercado laboral más tardía. De cara al futuro, en la medida en que este colectivo de mayor cualificación siga aumentando, podría producirse una reducción del porcentaje de personas que puede acogerse a la jubilación a los 65 años.

En resumen, no se aprecian tendencias claras en la evolución del porcentaje de individuos, que con 65 años o menos, y disponiendo de un historial de jubilación igual o superior a 39 años, se han jubilado en los últimos años. De cara al futuro, de mantenerse estos porcentajes, el incremento de la edad legal de jubilación en dos años, de los 65 a los 67 años, generaría un impacto de alrededor del 1,1 años en promedio sobre la edad efectiva de jubilación. En todo caso, el aumento de la tasa de participación femenina podría impulsar al alza dicho porcentaje, mientras que el presumible aumento del nivel educativo de la población contribuiría en sentido contrario.

En cuanto a cómo afectará a la pensión media el incremento del número de años de cotización que se tienen en cuenta en el cálculo de la base reguladora y el nuevo tratamiento de las lagunas de cotización, con la información proporcionada por la MCVL se puede estimar el impacto que se derivaría de estas modificaciones si se hubiera aplicado la nueva regulación (la correspondiente al año final del período transitorio, 2022) a las altas de jubilación que se produjeron en 2008. Para ello, se estiman las bases reguladoras de la generación que nació en 1943 y que se jubiló en 2008, colectivo para el que se obtiene que la aplicación de la reforma habría producido una reducción promedio de las pensiones del 4,7%. Esta reducción no puede, sin embargo, tomarse como una estimación del impacto de la reforma sobre las pensiones futuras, dado que, entre otros aspectos, los individuos podrían mo-

dificar su comportamiento, aumentando por ejemplo su participación en el mercado de trabajo, como consecuencia de la reforma.

La calibración de los efectos en el largo plazo de una reforma tan amplia de los parámetros del sistema de pensiones es una tarea compleja y sometida a la incertidumbre de los muchos supuestos que tienen que realizarse. Entre los ejercicios posibles, se han realizado estimaciones con un modelo de equilibrio general, calibrado para la economía española, con generaciones solapadas de agentes económicos que toman decisiones óptimas de consumo, ahorro, trabajo e inversión. Estas estimaciones son comparables con las realizadas por el Comité de Política Económica de la Comisión Europea¹, que muestran un incremento del gasto en pensiones contributivas de 6,3 puntos del PIB entre 2009 y 2060, en la medida en que están basadas en las mismas proyecciones de población hasta 2060 (las elaboradas por Eurostat y que se conocen bajo la denominación de EUROPOP 2008) y la misma proyección sobre la productividad total de los factores, que es un factor deter-

minante de la evolución futura del PIB y, por lo tanto, de la sostenibilidad del Sistema de Seguridad Social.

En concreto, se han simulado el impacto sobre el gasto en pensiones futuro del aumento estimado en la edad efectiva de jubilación, la extensión del período de cómputo que determina la base reguladora y la modificación de la escala de porcentajes según el número de años cotizados. Los resultados de las simulaciones muestran que el efecto de estas modificaciones podría suponer un ahorro de alrededor del 40 % del aumento del gasto en pensiones sobre el PIB proyectado entre 2009 y 2060 (véase cuadro adjunto), por lo que la reforma supone un paso importante para aliviar los efectos del envejecimiento de la población. Estos resultados se encuentran en línea con los estimados por otros trabajos disponibles, incluida la estimación oficial del Gobierno. Además, estos efectos de la reforma podrían ampliarse por la activación del factor de sostenibilidad, que contribuiría a reducir el gasto en pensiones adicionalmente si de su aplicación se desprendiesen nuevas modificaciones de los parámetros del sistema, como, por ejemplo, incrementos en el número de años utilizados para el cálculo de la pensión y/o retrasos en la edad efectiva de jubilación.

1 Véase Comisión Europea y CPE (2009), «The 2009 Ageing Report: economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», *European Economy*, n.º 2/2009.

EL IMPACTO DE LA REFORMA SOBRE EL GASTO EN PENSIONES FUTURO. UNA COMPARACIÓN DE LAS ESTIMACIONES EXISTENTES (%)

	Aumento de la edad de jubilación (1)	Extensión del período de cómputo (2)	Cambio en la escala (3)	Efecto total (1) + (2) + (3)	Factor de sostenibilidad
Período 2009-2050					
Gobierno	15	15	8	38	15
Díaz-Saavedra et ál. (2010) (Δ jub. 1,4 años) (b)	—	—	—	38	—
De la Fuente y Doménech (2011)	—	—	—	40	—
Modelo Banco de España (Δ jub. 1 año) (c)	14	26	11	43	—
Período 2009-2060					
De la Fuente y Doménech (2011)	—	—	—	39	—
Modelo Banco de España (Δ jub. 1 año) (c)	7	22	10	37	—

FUENTE: Banco de España.

a Los resultados muestran el ahorro de cada reforma expresado como porcentaje del aumento del gasto previsto sin reforma.

b Las estimaciones de Díaz-Saavedra et ál. (2010) incluyen (1) y (2), pero no (3). En estas, el incremento de la edad de jubilación simulado es de 1,4 años.

c En este modelo, la frecuencia mínima es anual, por lo que, para aproximar el retraso estimado en la edad de jubilación de 1,1 años, se simula un incremento de la edad de jubilación de un año. Además, debe tenerse en cuenta que el efecto total de las reformas, es decir, la suma de (1), de (2) y de (3), no es igual a la suma individual de cada reforma, por las interacciones que se producen entre ellas.

previa a la crisis, destaca el fuerte crecimiento de esta partida, con tasas de crecimiento cercanas al 9 % anual entre 1997 y 2007, y superando el 20 % del total del gasto público. Una descomposición del crecimiento medio anual del gasto en sanidad per cápita muestra, además, que la contribución de los factores no demográficos (asociados, entre otros, a elementos de oferta) habría sido muy elevada, de forma que, si se extrapola a futuro su comportamiento pasado, los incrementos del gasto sanitario en el largo plazo podrían superar los derivados del efecto puramente demográfico.

... aunque se pueden lograr ganancias de eficiencia en este sector

La remuneración de asalariados públicos debe desempeñar un papel destacado en el ajuste fiscal...

La mejora de la eficiencia del gasto sanitario podría permitir ahorros de costes incidiendo en ciertos factores regulatorios²², entre los que destacan los mecanismos de precios —especialmente utilizados en España—, la regulación de los precios de los proveedores, así como una cierta competencia en la provisión de los servicios (véase cuadro 2.5)²³.

En España, las AAPP empleaban algo más del 15 % del total de asalariados en 2009, con una masa salarial de cerca del 20 % de la remuneración de los asalariados del total de la economía, en promedio, en el período 1999-2010. En términos del gasto público, la importancia de esta variable es incluso superior, pues representa en torno al 26 % del total. En el ajuste fiscal en curso, de acuerdo con la última Actualización del Programa de Estabilidad, la contribución del recorte de esta masa salarial entre 2009 y 2014 podría suponer alrededor del 30 % del total de la reducción del déficit público.

La remuneración de asalariados ha desempeñado un papel doble en estrategias de consolidación exitosas de otros países, favoreciendo la permanencia del ajuste y reduciendo su efecto sobre la actividad económica en el corto plazo. La interacción entre los salarios del sector público y los del sector privado es el canal principal a través del cual se produce la amortiguación o compensación del posible efecto restrictivo de la contención de la remuneración de los asalariados públicos sobre el PIB. En el caso de la economía española, la evidencia indica que el efecto multiplicador sobre la actividad de una reducción de la remuneración por asalariado es positivo incluso en el corto plazo²⁴. Explotar esta relación entre salarios públicos y privados puede ser especialmente relevante en un contexto en el que el crecimiento de la economía exige ganancias significativas de competitividad. Para que ello sea posible en las circunstancias actuales, resulta imprescindible la reforma de la negociación colectiva.

En todo caso, debe tenerse en cuenta que, cuando las necesidades de ajuste fiscal agregado son considerables, la actuación a través de la restricción de la masa salarial del sector público se enfrenta a ciertos límites, dado su posible impacto sobre la eficiencia y la suficiencia de los servicios. En este sentido, en el ámbito de la restricción de empleo público, hay que considerar que, según el MAP, el peso principal del empleo público en España se concentra en actividades complementarias al sector privado (Administración de Justicia, Fuerzas de Seguridad, Administración General) o en actividades posiblemente sustitutivas de la actividad privada, pero que se consideran servicios públicos básicos (Educación y Sanidad, cerca del 45 % del total)²⁵. El personal empleado en las empresas públicas representa menos del 5 % del total del empleo del sector público en España.

En cuanto a la remuneración por asalariado, las estimaciones disponibles muestran la existencia de un cierto margen para el ajuste, dado que se observan diferencias salariales

22 Estos resultados deben ser tomados con cautela dado que no siempre resultan robustos a la medida de eficiencia del gasto sanitario utilizada. Véase P. Hernández de Cos y E. Moral Benito (2011), *Eficiencia y regulación en el gasto sanitario en los países de la OCDE*, mimeo.

23 Determinadas decisiones normativas recientes del Gobierno tratan de incidir en la reducción de los precios y de los márgenes de distribución. Por ejemplo, la Orden SPI/3052/2010, de 26 de noviembre, por la que se determinan los conjuntos de medicamentos y sus precios de referencia, y por la que se regulan determinados aspectos del sistema de precios de referencia, o el Real Decreto 8/2010, de 20 de mayo, por el que se adoptan medidas extraordinarias para la reducción del déficit público (capítulo V, Medidas en materia de sanidad).

24 Véase F. de Castro y P. Hernández de Cos (2008), «The Economic Effects of Fiscal Policy: the case of Spain», *Journal of Macroeconomics*, 30, pp. 1005-1028.

25 Sobre una clasificación de las actividades públicas sustitutivas o complementarias con las privadas, véase R. Fiorito y T. Kollintzas (2004), «Public goods, merit goods, and the relation between private and government consumption», *European Economic Review*, 48, pp. 1367-1398.

	Valor del indicador (a)		Elasticidad de cambios en la regulación sobre la eficiencia (b)
	España	Máximo en la OCDE	
Regulación de precios	5,30	5,90	0,011
Control de acceso a especialistas	6,00	0,00 (c)	-0,005
Control de objetivos	2,80	5,70	0,009
Mecanismos de precios	1,30	3,10	0,020
Desarrollo cobertura privada	3,00	6,00	0,003

FUENTE: Hernández de Cos y Moral Benito (2011) a partir de datos de la OCDE.

a Todos los indicadores varían entre 0 (nivel mínimo) y 6 (nivel máximo).

b Obtenida a partir de la regresión de un nivel de eficiencia estimado para cada país sobre 20 indicadores de política sanitaria considerados por la OCDE. En el cuadro se presenta solo los indicadores y su elasticidad estimada en aquellos casos en que resulta significativo.

c En el caso de este indicador, dado que la elasticidad estimada es negativa, el valor en la tabla corresponde al mínimo, y no al máximo, en los países de la OCDE.

significativas positivas entre la remuneración por asalariado en el sector público frente al privado, incluso controlando por características individuales²⁶, diferencias que estarían principalmente concentradas en los estratos de baja cualificación.

... mientras que se debe proceder a una racionalización de los proyectos de inversión pública...

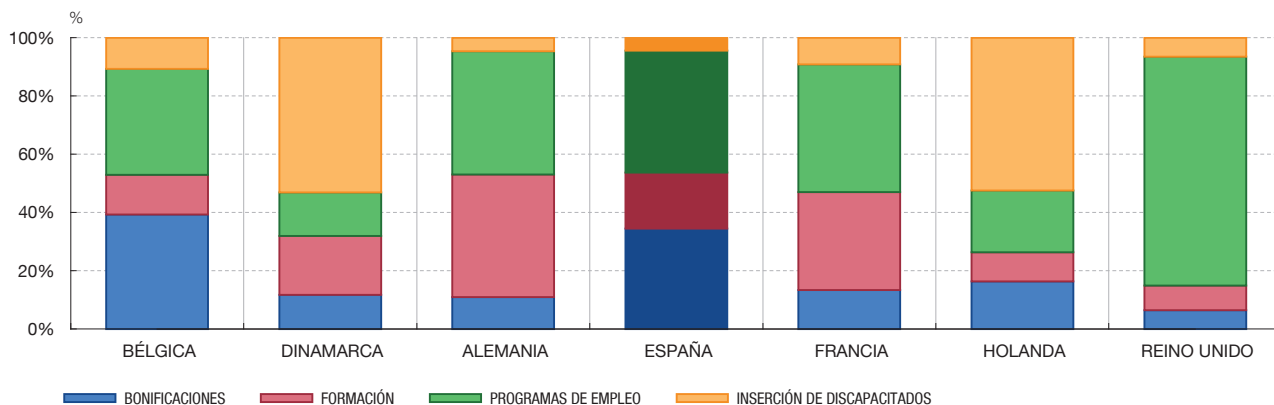
En cuanto a la inversión pública, debe tenerse en cuenta que el crecimiento del capital productivo público no residencial ha sido cercano al 4,5 % en promedio entre 1994 y 2007, lo que ha permitido reducir la brecha existente entre España y el resto de países del área del euro en términos de la ratio de capital público sobre la población en más de 20 pp, hasta situarse en el 85 % de la media del área del euro a finales de 2009. Igualmente, la ratio de inversión pública sobre el PIB en 2009 se situó en España en el 4,4 % del PIB (2,8 % de media en el área del euro), por lo que podría reducirse el peso de esta variable sin perjudicar el necesario proceso de convergencia²⁷. La reducción de los fondos europeos que han servido en el pasado para financiar un parte significativa de esta inversión pública obliga también a una cierta racionalización de los proyectos de inversión en el futuro. A este respecto, debe tenerse en cuenta que los efectos positivos de la inversión pública sobre la productividad parecen surgir solo de determinados componentes, como las infraestructuras, y además pueden reducirse significativamente a partir de determinados umbrales.

... así como de las transferencias y subvenciones públicas, que tienen un peso en el gasto público elevado

El peso de algunas partidas de gasto, en particular, las otras transferencias y pagos corrientes, las transferencias de capital y las subvenciones, es elevado, representando en 2010 cerca del 9 % del total del gasto público y alrededor del 4 % del PIB. En la actualidad, más de la mitad de estas subvenciones y transferencias van dirigidas a empresas públicas y privadas, entre las que destacan las empresas de infraestructuras y transporte, así como las destinadas al fomento del empleo y a la cooperación internacional. Existiría, por tanto, espacio para la racionalización en este campo, sobre la base de criterios de efectividad y teniendo en cuenta los potenciales efectos distorsionadores que genera este tipo de transferencias. En este ámbito, la última Actualización del Programa de Estabilidad plantea reducciones significativas de este tipo de gastos de alrededor de un 1,8 % del PIB en el horizonte de 2014.

26 J. I. García-Pérez y J. F. Jimeno (2005), *Public sector wage gaps in the Spanish regions*, Documentos de Trabajo, n.º 0526, Banco de España. Véase también R. Giordano y D. de Palo (2011), *The public sector pay gap in selected euro area countries*, mimeo, Banca d'Italia.

27 Además, debe tenerse en cuenta que una buena parte de la inversión en infraestructuras es realizada por el sector público empresarial o financiada (al menos, parcialmente) por el sector privado.



FUENTE: Eurostat.

Por último, se debería proceder a una reorganización de las políticas de empleo, otorgando mayor peso a las denominadas «políticas activas»

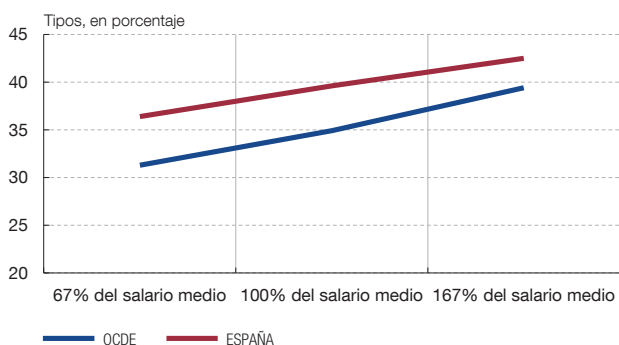
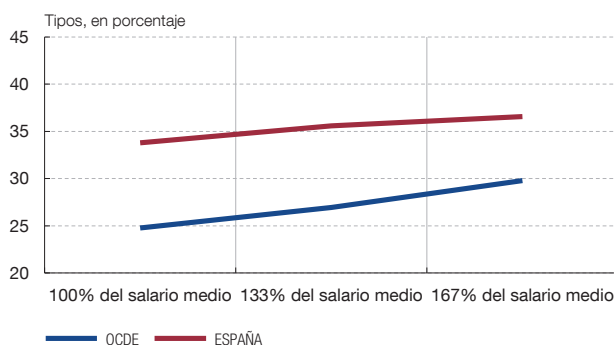
Por su parte, el gasto en prestaciones por desempleo alcanzó un peso del 3 % del PIB en 2010, un nivel significativamente más elevado que la media europea, como consecuencia de nuestra elevada tasa de paro. Por el contrario, las políticas activas de empleo representaron en 2008 solo el 0,6 % del PIB, por debajo de la media de la Unión Europea (véase el gráfico 2.5), diferencia que es aún más elevada si se analiza en términos de gasto por desempleado. La descomposición del gasto en políticas activas muestra, además, que cerca de un 35 % del gasto en políticas activas en España se dedicaba a la concesión de bonificaciones en las cotizaciones sociales (23 % en la Unión Europea), mientras que el gasto dedicado a formación representaba solo un 19 % (36 % en la Unión Europea).

En un contexto de niveles elevados de desempleo, las políticas de empleo deberían dirigirse prioritariamente a evitar que este incremento del desempleo adquiriera un carácter estructural. Para ello, debe tenerse en cuenta que la evidencia empírica disponible muestra que la efectividad de las bonificaciones a las cotizaciones sociales es muy limitada, mientras que las prestaciones por desempleo tienen efectos negativos sobre la salida del paro, alargando su duración e incrementando la probabilidad de convertirse en estructural. En este sentido, debería procederse a una reorganización de las políticas activas y pasivas de empleo y a un mayor control de la búsqueda efectiva de empleo por parte de los trabajadores. Asimismo, las políticas activas deberían reducir los recursos actualmente destinados a las bonificaciones, que deberían limitarse a los colectivos con mayor dificultad de empleabilidad, en línea con la reforma aprobada en 2010, y estos recursos podrían destinarse en mayor medida a formación con contenidos técnicos muy específicos²⁸.

4.3 LOS INGRESOS PÚBLICOS

Dada la magnitud del ajuste fiscal necesario, no puede descartarse que sea preciso también introducir modificaciones impositivas que acompañen a las anteriores reducciones del gasto. Además, debe tenerse en cuenta que una parte significativa del deterioro fiscal se ha debido a la reducción de ingresos, que no cabe esperar que revierta en el medio plazo a los niveles previos a la crisis. Estas modificaciones deben tomar en consideración el papel que el nivel y la estructura de la imposición desempeñan sobre el crecimiento potencial y la competitividad de la economía. Sin olvidar que los sistemas impositivos cumplen también

²⁸ Véase C. Alonso-Borrego, A. Arellano, J. J. Dolado y J. F. Jimeno (2004), *Eficacia del gasto en algunas políticas activas en el mercado laboral español*, Documento de Trabajo n.º 53, Fundación Alternativas, Madrid.

CUÑA FISCAL MEDIA SOBRE LAS RENTAS DEL TRABAJO:
PERSONA SIN HIJOSCUÑA FISCAL MEDIA SOBRE LAS RENTAS DEL TRABAJO:
PERSONA CASADA Y CON DOS HIJOS

FUENTE: OCDE (2011), *Taxing Wages 2010*, OECD Publishing.

- a La cuña fiscal media sobre las rentas del trabajo para cada individuo tipo se obtiene como el cociente entre la suma de los impuestos sobre la renta personal derivada de las rentas del trabajo más las cotizaciones sociales soportadas por el empleado y el trabajador, por un lado, y el correspondiente salario medio bruto de los empleados a tiempo completo en el sector privado, por otro.

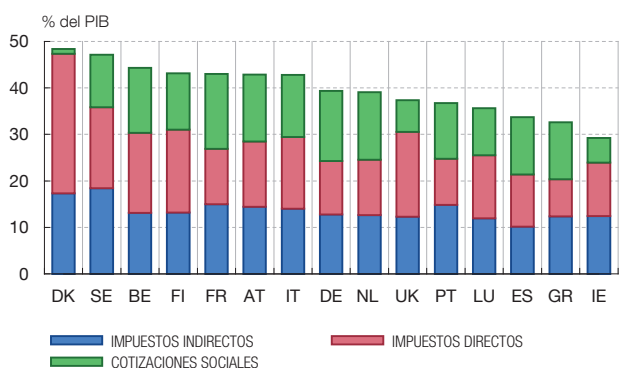
con la función de contribuir a la redistribución de renta entre los distintos agentes. El cambio en el tamaño y en la composición de los programas públicos de gasto debería, por tanto, complementarse con reformas tributarias que, además de ser compatibles con los objetivos de equidad que se establezcan, combinen un incremento de la capacidad recaudatoria con la mejora de la eficiencia.

Por el lado de los ingresos, se podría actuar aumentando la imposición indirecta y reduciendo los gastos fiscales

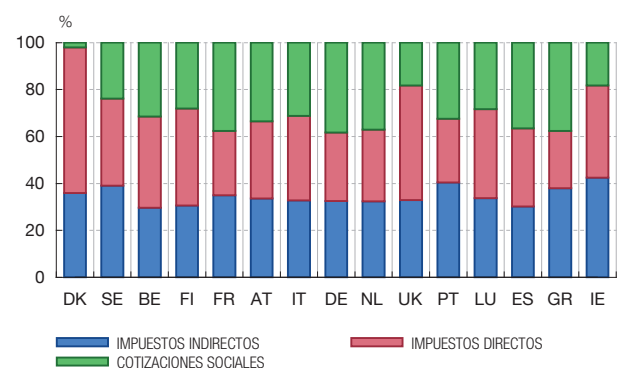
De acuerdo con estos criterios, cuando los incrementos impositivos sean necesarios, estos deberían recaer sobre aquellas figuras tributarias que tengan menos efectos distorsionadores sobre el crecimiento y la asignación de recursos, tales como los impuestos sobre la propiedad inmobiliaria y sobre el consumo. En la actualidad, la menor presión fiscal relativa de España frente al resto de países desarrollados se debe a un peso más reducido de estos impuestos considerados menos distorsionadores, en particular de los indirectos (véanse los gráficos 2.6 y 2.7). Los tipos del IVA, incluso tras su incremento en 2010, siguen estando por debajo de la media de los países de la OCDE. Además, la relación entre los ingresos recaudados por IVA y los que se obtendrían si se aplicase el tipo estándar a todo el gasto en consumo se sitúa en España en el 56 %, por lo que para incrementar la recaudación podría optarse también por una ampliación de la base del impuesto. En el mismo sentido, el peso de la imposición especial en general, y de la medioambiental en particular, es significativamente más reducido que en otros países desarrollados.

Por otra parte, los denominados «gastos fiscales», derivados de la existencia de deducciones y exenciones en las distintas figuras tributarias, representan un importante coste en términos de recaudación, añaden complejidad a la estructura tributaria y tienen en algunos casos efectos negativos significativos sobre la eficiencia e incluso sobre la equidad (véase gráfico 2.8), por lo que conviene proceder a su racionalización. En concreto, de acuerdo con la información proporcionada por los Presupuestos Generales del Estado (Memoria de Beneficios Fiscales), estos gastos fiscales representan en España alrededor de un 42 % de los ingresos recaudados por IVA, cerca de un tercio del IRPF y un quinto de lo recaudado por el impuesto sobre sociedades. El origen de estos gastos fiscales es muy diverso. En el caso del IVA, la mayor parte se deriva de la aplicación de tipos reducidos a determinados bienes, mientras que en el IRPF estarían asociados, sobre todo, a la exención/deducción sobre rendimientos del trabajo, pero también al tratamiento preferen-

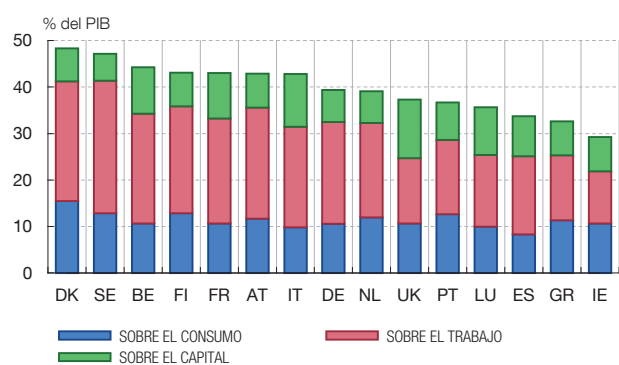
RECAUDACIÓN EN RELACIÓN CON EL PIB EN 2008



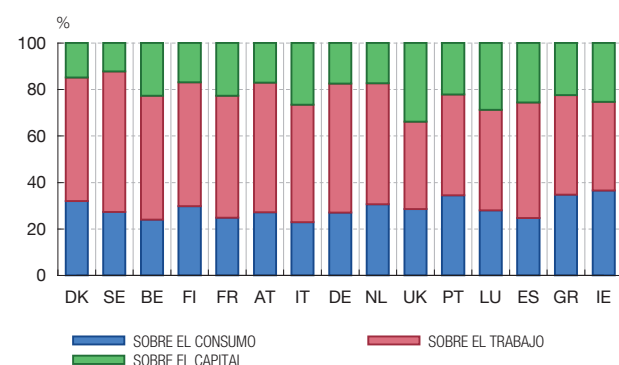
PESOS EN RELACIÓN CON LOS IMPUESTOS TOTALES EN 2008



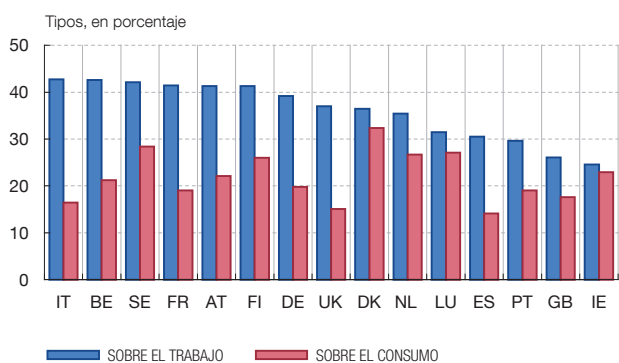
CLASIFICACIÓN FUNCIONAL DE LOS IMPUESTOS EN 2008



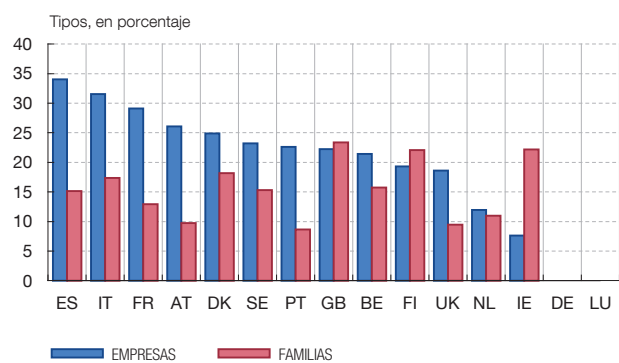
PESOS EN RELACIÓN CON LOS IMPUESTOS TOTALES EN 2008



TIPOS IMPLÍCITOS SOBRE EL TRABAJO Y EL CONSUMO EN 2008 (b)



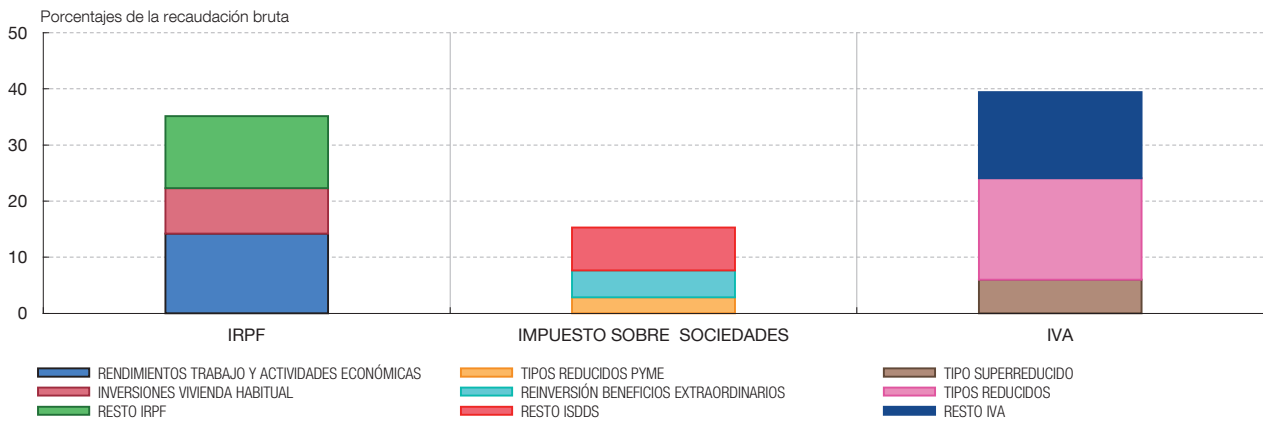
TIPOS IMPLÍCITOS SOBRE LAS RENTAS DEL CAPITAL EN 2008 (c)



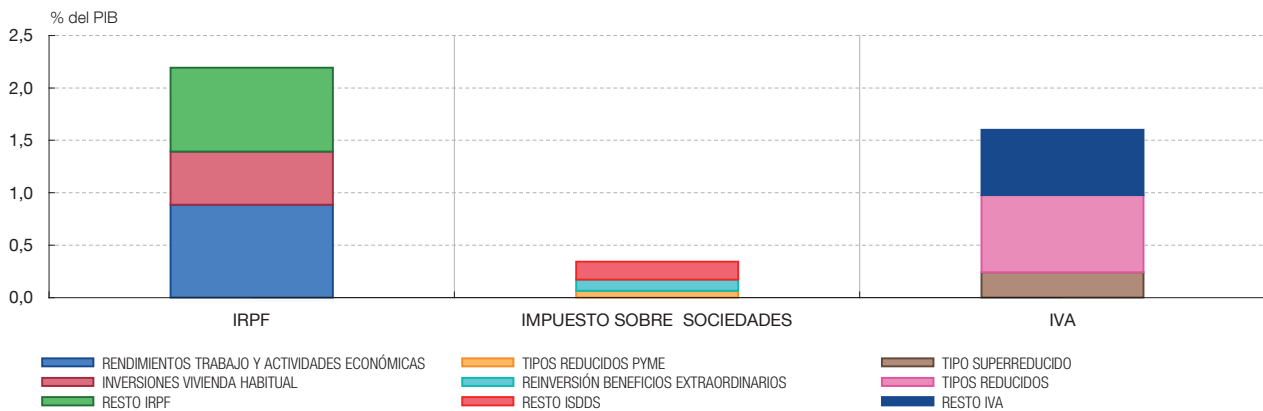
FUENTE: Taxation trends in the European Union - 2010 Edition (Eurostat)

- a En los casos de Portugal y Grecia los datos corresponden a 2006.
- b Los tipos implícitos sobre el consumo se calculan como el cociente entre la suma de la recaudación por impuestos sobre el consumo (IVA, impuestos sobre la energía, impuestos sobre el tabaco y el alcohol, y otros impuestos sobre consumos específicos) y el gasto en consumo final de los hogares en el territorio nacional. Los tipos implícitos sobre el trabajo se calculan como la suma de todos los impuestos directos y cotizaciones sociales, pagadas tanto por los asalariados como por los empresarios, que recaen sobre las rentas del trabajo, dividida por la remuneración total de los asalariados que trabajan en el territorio nacional.
- c Los tipos implícitos sobre el capital de las empresas se obtienen como el cociente entre la suma de todos los ingresos impositivos que provienen de los impuestos que gravan las rentas empresariales y del capital, por un lado, y la suma del excedente neto de explotación de empresas, los intereses, dividendos y otras rentas de la propiedad netos recibidos, por otro. Por su parte, los tipos implícitos sobre el capital de las familias se calculan como el cociente entre la suma de los impuestos sobre las rentas del capital de las familias y los rendimientos de las actividades empresariales, por un lado, y la suma de las rentas imputadas, el excedente neto de explotación y rentas mixtas de los hogares e instituciones privadas sin fines de lucro, rentas mixtas de los autónomos y los intereses, dividendos y otras rentas de la propiedad netos recibidos por los hogares e instituciones privadas sin fines de lucro.

GASTOS FISCALES: PORCENTAJE DE LA RECAUDACIÓN BRUTA DE CADA IMPUESTO (a)



GASTOS FISCALES



FUENTE: Presupuestos Generales del Estado 2010 (Memoria de beneficios fiscales) e Intervención General de la Administración del Estado.

a La recaudación bruta es la suma de la recaudación efectiva y de los propios gastos fiscales.

cial que recibe la inversión en vivienda²⁹ y a las aportaciones a planes de pensiones. Por su parte, en el impuesto sobre sociedades se corresponden con distintos incentivos a la inversión, a la promoción de las pymes y al desarrollos de proyectos de I + D.

En resumen, las políticas de ingresos y gastos públicos deben sanear con urgencia las finanzas públicas y contribuir al crecimiento económico en el medio plazo

En definitiva, la política fiscal debe priorizar en los próximos ejercicios la realización de un ajuste enérgico que permita sanear las finanzas públicas de manera rápida y sólida. En paralelo, las actuaciones que se adopten, tanto por el lado de los gastos como por el lado de los ingresos, deben reforzar la contribución de la política fiscal al crecimiento potencial de la economía, lo cual exige una mejora de la eficiencia en la acción pública.

29 En este caso, debe recordarse que con fecha 1 de enero de 2011 se suprimió la deducción de vivienda habitual para los declarantes que superan un determinado umbral de renta, lo que, además de suponer un avance significativo en la neutralidad impositiva entre las decisiones de compra y alquiler de vivienda para ese tramo de renta, implicará también una paulatina reducción del gasto fiscal actual derivado de esta deducción en el IRPF.

3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

1 Introducción

En 2010, la economía mundial avanzó en la salida de la crisis y alcanzó un crecimiento del 5 %, apoyado en el dinamismo de las economías emergentes, mientras que en las avanzadas la recuperación fue más gradual

En el conjunto del año 2010, la economía mundial continuó el proceso de recuperación y normalización financiera con el que había finalizado 2009, y alcanzó un crecimiento del 5 %, tras la contracción del 0,5 % registrada el año anterior. Las economías emergentes, cuyos fundamentos apenas se habían visto afectados por la crisis, se recuperaron con mayor intensidad y crecieron un 7,3 %, lo que explica más de tres cuartas partes del crecimiento mundial. Las economías desarrolladas experimentaron una reactivación más gradual, del 3 %, con notables diferencias entre países, siendo Estados Unidos y Japón las economías más dinámicas de este grupo. No obstante, en la mayor parte de los casos —Reino Unido, área del euro y Japón— la actividad no ha retornado aún a los niveles previos a la crisis, como se observa en el gráfico 3.1.

En las economías desarrolladas, la recuperación estuvo sujeta a altibajos e incertidumbres a lo largo del año. La crisis soberana en el área del euro y las dudas sobre la solidez de la recuperación en Estados Unidos afectaron gravemente a la confianza y a los mercados en torno al segundo trimestre, y solo con el apoyo de nuevos estímulos monetarios y fiscales en ese país se consiguió restaurar la confianza en la recuperación en el último tercio del año. A pesar de ello, los riesgos siguen siendo elevados para la consolidación de la recuperación. Entre ellos, destacan la tendencia al aumento de los precios de las materias primas, propiciada por el fuerte crecimiento de las economías emergentes, y la continuidad de los problemas soberanos en Europa. Además, al comienzo de 2011 se han producido perturbaciones importantes —una ola de inestabilidad en el mundo árabe y un terremoto de graves consecuencias en Japón— que han exacerbado algunos de estos elementos de riesgo.

Las tasas de inflación han repuntado desde niveles muy bajos, impulsadas por la evolución al alza de los precios de las materias primas

Durante el pasado año, el mantenimiento de amplias brechas de producción, la debilidad de los mercados de trabajo y el proceso de recomposición de balances públicos y privados limitaron la expansión de la demanda interna en las economías desarrolladas, atenuando las presiones inflacionistas. No obstante, las alzas de los precios de las materias primas, que se han intensificado en 2011, han llevado a la inflación a repuntar desde tasas medias en el entorno del 1 %, a mediados de 2010, hasta tasas superiores al 2 % en la actualidad. En las economías emergentes, las presiones inflacionistas han sido más intensas y las tasas de inflación han superado en algunos casos —en Asia, principalmente— las previas a la crisis.

El comercio internacional se normalizó y los flujos internacionales de capital se recuperaron

La recuperación vino acompañada por una normalización del comercio internacional, que en 2010 aumentó un 12 % en volumen y superó los niveles previos a la crisis. Es destacable tanto el dinamismo del comercio de —y entre— los países emergentes, como el hecho de que los desequilibrios globales volvieran a una senda de ampliación, aunque moderada. Por su parte, el retorno de los flujos financieros hacia las economías emergentes ha sido muy intenso, acentuando los riesgos de sobrecalentamiento en algunas de ellas. La recomposición de los flujos financieros internacionales refleja el ajuste del sistema financiero global a una situación en la que las perspectivas de las economías emergentes han mejorado en comparación con las avanzadas, mientras que estas últimas siguen corrigiendo los excesos que llevaron a la crisis.

Las políticas económicas han seguido jugando un papel fundamental como soporte de la actividad

Las políticas económicas siguieron jugando un papel fundamental como soporte de la actividad. De hecho, las dudas sobre la recuperación y la situación financiera llevaron a posponer las estrategias de salida de las políticas expansivas en el ámbito monetario, que se anticipaban al principio del ejercicio, dando paso incluso a un nuevo giro expansivo

	2008	2009	2010	2010			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS							
PIB (a)	0,0	-2,6	2,9	2,4	3,0	3,2	2,8
IPC (a) (f)	3,8	-0,4	1,6	2,4	1,8	1,2	1,3
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-4,7	-2,7	-3,2	-3,0	-3,4	-3,4	-3,1
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,3	-11,3	-10,6	-10,7	-11,1	-10,4	-10,3
JAPÓN							
PIB (a)	-1,2	-6,3	3,9	5,6	3,1	4,9	2,2
IPC (a) (f)	1,4	-1,4	-0,7	-1,2	-0,9	-0,8	0,1
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	3,2	2,8	3,1	3,3	3,4	3,5	3,6
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-4,1	-10,2	-9,6	-7,4	-7,1	-7,3	-7,5
ZONA DEL EURO							
PIB (a)	0,3	-4,1	1,8	0,8	2,0	1,9	2,0
IAPC (a) (f)	3,3	0,3	1,6	1,1	1,5	1,7	2,0
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,7	-0,4	0,2	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,9	-6,3	-6,5	—	—	—	—
REINO UNIDO							
PIB (a)	-0,1	-4,9	1,3	-0,3	1,6	2,5	1,5
IPC (a) (f)	3,6	2,2	3,3	3,3	3,4	3,1	3,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-1,6	-1,7	-2,5	-2,6	-2,1	-2,4	-2,9
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-3,6	-8,6	-8,9	-7,3	-9,5	-7,9	-10,7
CHINA							
PIB (a)	9,6	9,2	10,3	11,9	10,3	9,6	9,8
IPC (a) (f)	5,9	-0,7	3,3	2,2	2,9	3,5	4,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	9,3	4,9	5,2	4,5	5,4	7,2	5,3
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,8	-2,8	-1,6	6,5	4,6	-1,0	-11,8
AMÉRICA LATINA (b) (c)							
PIB (a)	4,3	-2,0	6,3	5,9	7,9	6,0	5,3
IPC (a) (f)	7,8	6,4	6,4	6,1	6,6	6,3	6,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,6	-0,3	-0,7	-0,1	-0,4	-0,6	-0,7
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,5	-2,9	-2,2	-2,7	-2,5	-2,1	-2,0
NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO UEM (b) (d)							
PIB (a)	4,4	-3,4	1,9	0,6	2,0	2,1	2,8
IPC (a) (f)	6,4	3,6	3,1	3,0	2,7	3,1	3,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-7,4	-2,7	-2,6	-1,0	-2,0	-4,4	—
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-3,6	-6,9	-6,4	—	—	—	—
PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB (e)							
Mundial	2,5	-1,0	5,0	5,1	5,3	5,0	4,6
Países desarrollados	0,1	-3,5	2,6	2,1	2,7	3,0	2,4
Países emergentes	5,7	2,1	7,9	8,7	8,6	7,3	7,1
PRO MEMORIA: INFLACIÓN (e) (f)							
Mundial	4,5	2,9	3,3	3,0	2,8	3,0	3,6
Países desarrollados	1,6	0,1	1,5	1,6	1,1	1,3	1,7
Países emergentes	8,1	5,2	6,2	4,7	4,8	5,1	5,7

FUENTES: Banco de España, FMI y estadísticas nacionales.

a Tasa de variación interanual.

b El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial en el año previo, en PPC, según información del FMI.

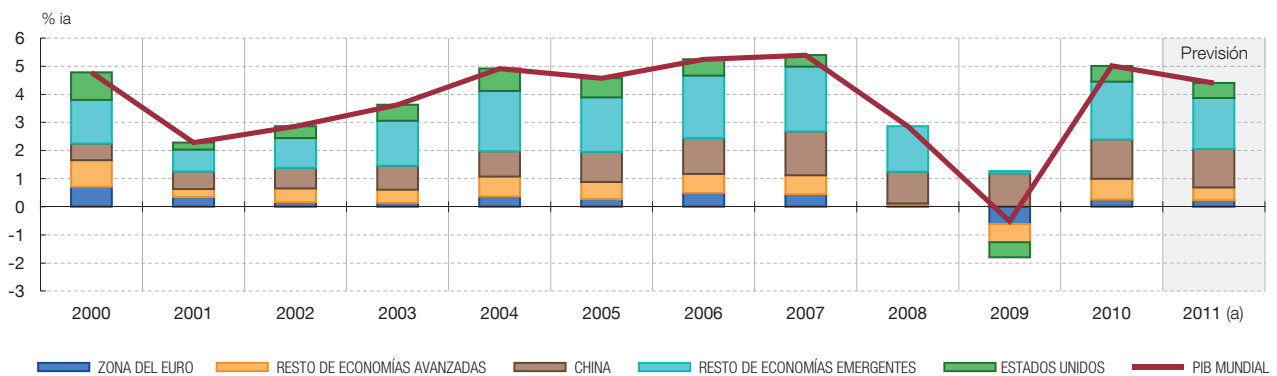
c Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.

d Letonia, Lituania, República Checa, Hungría, Polonia, Bulgaria y Rumanía.

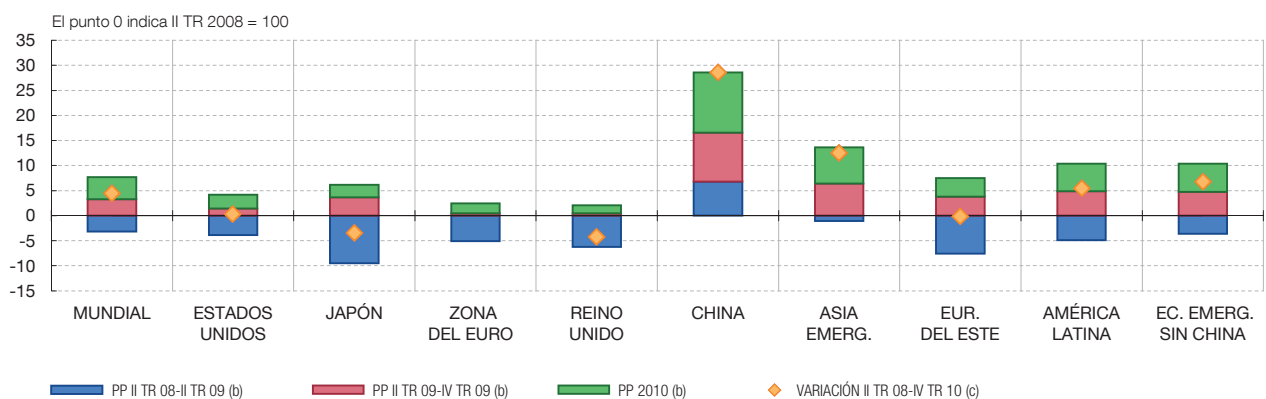
e Los datos trimestrales se han calculado a partir de una muestra de países que representan el 90 % del PIB mundial.

f IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB MUNDIAL



VARIACIÓN EN EL NIVEL DEL PIB TRAS LA CRISIS FINANCIERA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional WEO abril 2010, estadísticas nacionales, Datastream y JP Morgan.

- a Previsiones del Fondo Monetario Internacional.
- b Contribución en pp a la variación del PIB por período.
- c Tasa de variación del PIB entre II TR 2008 y IV TR 2010.

en Estados Unidos y Japón. En el ámbito fiscal, destaca el comportamiento marcadamente divergente entre la consolidación fiscal en Europa —empujada por los problemas de deuda soberana en el área del euro— y los nuevos estímulos fiscales en Japón y Estados Unidos.

La salida de la crisis será lenta, mientras que los riesgos de inflación ganarán importancia

Las perspectivas para la economía mundial son de recuperación gradual, aunque lastrada por los ajustes aún pendientes en las economías desarrolladas, y sujeta a notables incertidumbres. La situación deteriorada de las finanzas públicas y la tendencia al alza del precio de las materias primas reducirán el margen de maniobra de las autoridades y pueden socavar de nuevo la confianza. En paralelo, la economía global sigue inmersa en un profundo cambio estructural, marcado por el mayor protagonismo de las economías emergentes como motores del crecimiento económico (véase recuadro 3.1) y un nuevo marco de cooperación internacional en la formulación de las políticas económicas.

2 Evolución económica y financiera

A principios de 2010 la actividad económica mundial siguió recuperándose en un entorno de inflación moderada, continuando la tendencia iniciada en la segunda mitad de 2009. El PIB mundial se incrementó a una tasa interanual del 5,1 % en el primer

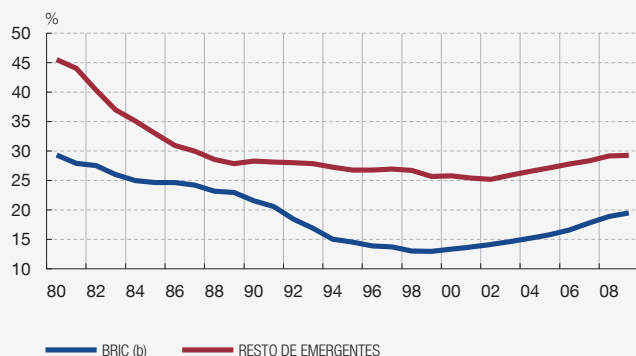
Las economías emergentes se han convertido en actores cada vez más relevantes de la economía global, elevando su participación en el PIB y en los flujos comerciales y financieros mundiales. Este proceso se ha consolidado con el cambio de siglo y se ha reforzado durante la crisis financiera. Igualmente, a raíz de la crisis se han generado cambios importantes en la gobernanza de las instituciones económicas internacionales, que han cristalizado en una mayor participación de los países emergentes, más acorde con su peso relativo en la economía mundial. Dentro del grupo de economías emergentes, los países sistémicamente más importantes —Brasil, Rusia, India y China, conocidos como BRIC— han registrado las tendencias anteriores en mayor medida.

Tradicionalmente, las economías de renta media y baja (agrupadas aquí bajo el concepto de economías emergentes), que concentran la mayor parte de la población mundial, registraban tasas de crecimiento similares a las de los países avanzados, lo que li-

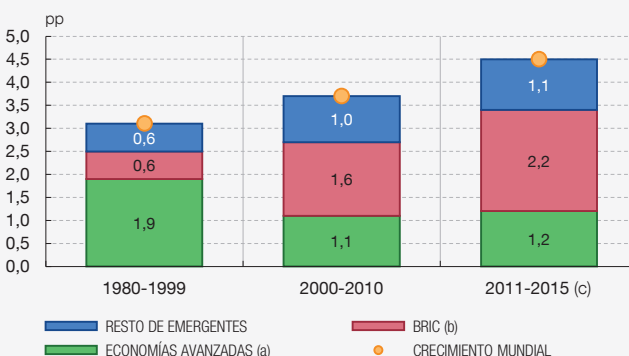
mitaba la convergencia real entre ambos grupos de países. Sin embargo, en la última década las economías avanzadas han crecido cerca de un 2% y las emergentes algo más de un 6%, diferencia que, según las previsiones de largo plazo del FMI, se mantendrá entre los años 2011 y 2015. Este progreso ha permitido mejorar sustancialmente los niveles de vida de esos países, y se ha reflejado en el ascenso del índice de desarrollo humano y en un fuerte aumento del PIB per cápita (28,3% entre 2000 y 2009). Dentro de las economías emergentes, los cuatro BRIC se encuentran entre los países que más han crecido (ritmo medio cercano al 8% entre 2000 y 2010, que se espera se mantenga entre 2011 y 2015), y los que han convergido con los países desarrollados a mayor velocidad (véase gráfico 1). El fuerte crecimiento de los últimos 10 años ha propiciado que las economías emergentes hayan elevado sustancialmente su participación en el producto mundial, desde un tercio en 1980 a casi la mitad ahora, barrera que superará holgadamente (53% del PIB mundial) en el año 2015. El grupo BRIC ha pasado del 12% del PIB mundial en 1980 al 25% en 2010, porcentaje que puede llegar al 29% en 2015, siendo China la que explica la mayor parte del incremento. Dado el fuerte ritmo de crecimiento relativo y el aumento de su participación en

1 Para más detalle, véase *El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales: los países BRIC*, Documentos Ocasionales, n.º 1101, Banco de España.

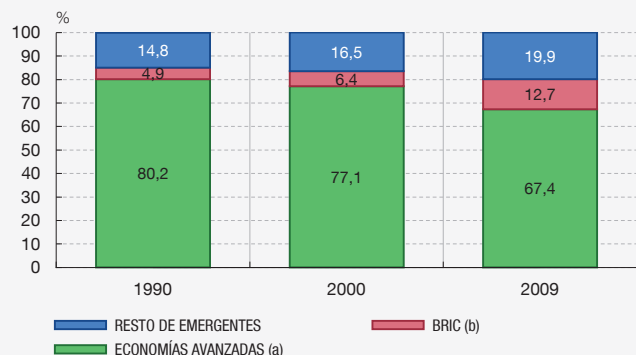
1 PIB PER CÁPITA
(economías avanzadas = 100)



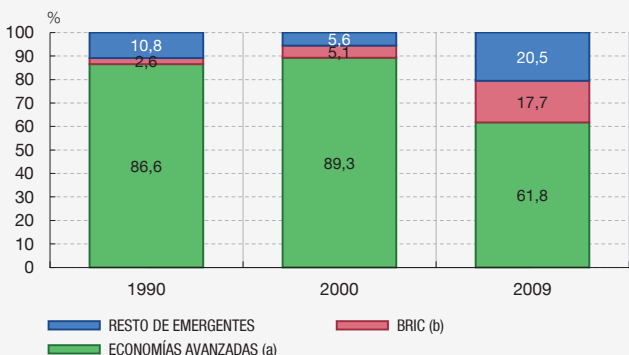
2 APORTACIONES AL CRECIMIENTO



3 PARTICIPACIÓN EN EL COMERCIO MUNDIAL
(EXPORTACIONES MÁS IMPORTACIONES)



4 PARTICIPACIÓN EN LA RECEPCIÓN DE IED



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Naciones Unidas.

a Definición actual del FMI.
b Brasil, Rusia, India y China.
c Estimaciones del WEO del FMI de octubre de 2010.

la economía global, las economías emergentes han incrementado también sustancialmente su contribución al crecimiento mundial, hasta aportar más de la mitad del mismo en la última década (véase gráfico 2).

Estos avances se han producido en un contexto de mayor integración de las economías emergentes en la economía mundial, constituyéndose también en principales beneficiarios y motores del proceso de globalización. Este proceso ha ido acompañado de una mejora paulatina, aunque desigual entre países, del marco institucional y macroeconómico de estas economías, que les ha ayudado a sortear los efectos más negativos de la crisis y marcar una línea divisoria con su propio pasado.

La integración ha tenido lugar tanto en el ámbito comercial como en el financiero, si bien de manera más acusada en el primero. Las economías emergentes elevaron sustancialmente su grado de apertura comercial a partir del año 2000 y desempeñan un papel cada vez mayor en el comercio mundial (véase gráfico 3). El mayor grado de apertura de las economías en desarrollo refleja en buena medida un mayor comercio entre las propias regiones emergentes, que ha pasado de representar el 25,1 % de los intercambios externos de estas economías en 1990 al 37,6 % en 2009. Este comercio se centra, fundamentalmente, en materias primas, donde los países BRIC tienen un protagonismo especial, bien como exportadores netos (Brasil y Rusia) o bien como importadores netos (China e India). A pesar del sesgo hacia el comercio de materias primas, China —en manufacturas—, India —en servicios— y otras economías emergentes —en particular en Asia— están avanzando rápidamente en el contenido tecnológico de sus exportaciones.

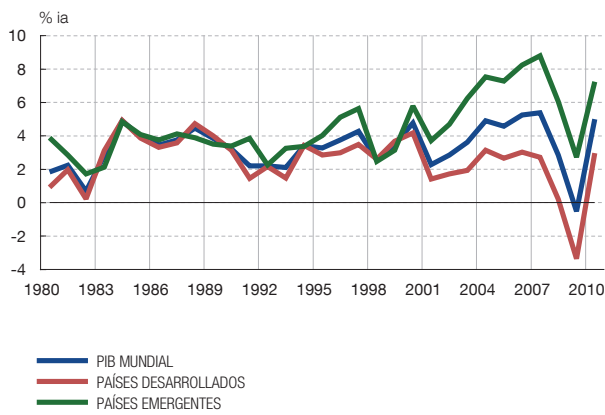
Al igual que en la vertiente comercial, la integración financiera de las economías emergentes se ha intensificado en las últimas décadas. La inversión directa ha tenido un notable protagonismo en este proceso. Mientras que en 1990 los flujos de inversión directa se circunscribían prácticamente a las economías avanzadas (el 99 % de las salidas y el 87 % de las entradas), en 2009 las economías en desarrollo recibieron el 38,2 % del total de entradas de inversión directa (véase gráfico 4) y elevaron su participación en los flujos de salida hasta el 15 % del total. Cerca de la mitad de los flujos de entrada y salida de inversión directa en las economías emergentes corresponden a los BRIC, destacando China como segundo receptor de inversión directa. El aumento en la participación en el resto de flujos de capital ha sido menos acusado, debido en parte a las restricciones a la apertura de la cuenta de capital

que persisten en algunos países importantes, si bien Brasil y otros países de América Latina o Asia juegan un papel importante en los flujos internacionales de cartera y renta fija. Además, las favorables perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo, y la menor volatilidad macroeconómica, han reducido la percepción de riesgo tradicionalmente asociada con las economías emergentes y pueden contribuir al redireccionamiento de los flujos internacionales de capitales hacia estas economías en los próximos años. Este proceso no está exento de riesgos, dada la volatilidad y fragilidades institucionales que aún caracterizan a muchas de estas economías.

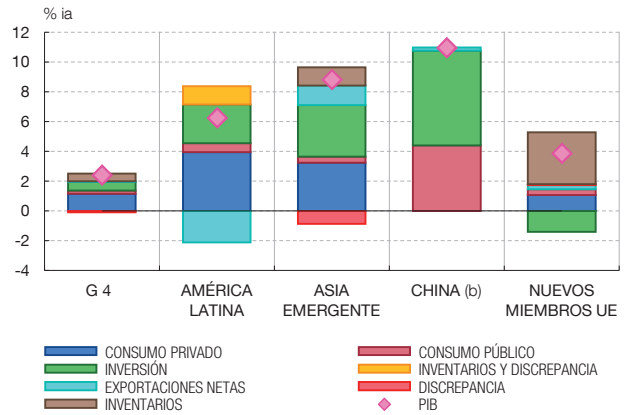
El creciente peso de las economías emergentes en el escenario internacional implica que los actores principales ya no se limitan a los países del G 7, pues la crisis financiera ha propiciado un aumento del peso de estos países en las instituciones financieras globales. A este cambio ha contribuido el buen comportamiento relativo de las economías emergentes durante la crisis, y la necesidad de implicarlas en las respuestas de política económica para superarla. Los cambios en la gobernanza económica mundial registrados en los tres últimos años se han materializado en numerosos ámbitos: la consagración del G 20 frente al G 7 como grupo líder a nivel global, la creación del Consejo de Estabilidad Financiera, con participación de los países emergentes del G 20, y el aumento de sus cuotas y de poder de voto en el Banco Mundial y en el FMI, en 2010. Asimismo, las cumbres de los jefes de Estado del denominado grupo BRIC comienzan a institucionalizarse, como reflejo de los mayores vínculos institucionales entre los países emergentes de cara a mostrar un frente común en el ámbito global.

El resultado de estos desarrollos macroeconómicos, comerciales y financieros será una economía mundial cada vez más globalizada, multipolar e interdependiente que la existente a finales del siglo XX. Las estructuras de gobernanza global, donde los países emergentes han adquirido un mayor protagonismo, se están adaptando a esta nueva situación, y se están configurando mecanismos de coordinación entre todos los actores relevantes para lograr un crecimiento más equilibrado y sostenible de la economía mundial. Sin embargo, esta reconfiguración de las estructuras de gobernanza global no está exenta de dificultades y retos, empezando por el de la implicación activa y constructiva de los países emergentes sistémicos en los ámbitos más relevantes de las relaciones económicas internacionales, como los desequilibrios globales, la reforma financiera, los acuerdos de comercio o la lucha contra el cambio climático.

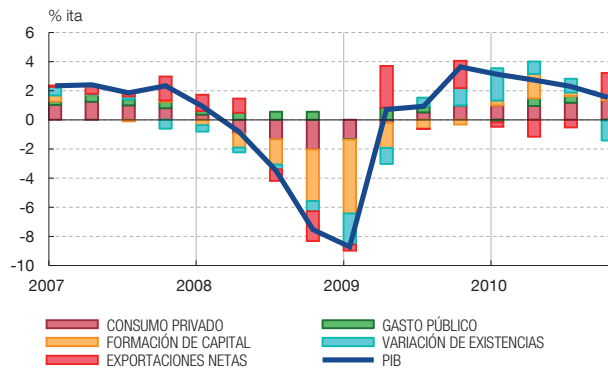
CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



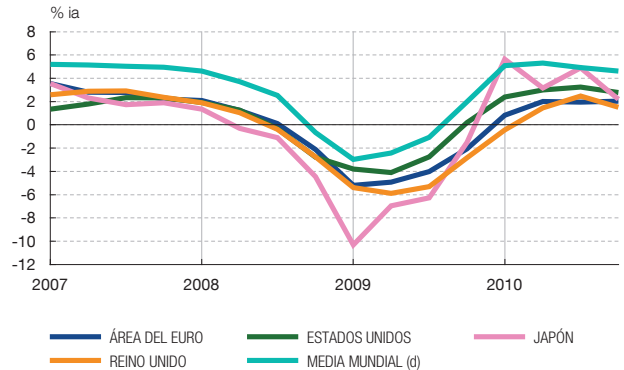
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2010 (a)



CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS (a) (c)



CRECIMIENTO DEL PIB EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DESARROLLADOS



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

- a G 4: Estados Unidos, Japón, Reino Unido y área del euro. América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Venezuela, Perú y México. Asia emergente: India, Hong Kong, Corea, Tailandia, Indonesia, Filipinas, Taiwán y Singapur. Nuevos miembros UE: Polonia, Hungría, República Checa, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.
- b En China, el componente de consumo público representa el consumo total (público y privado).
- c Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB.
- d Elaboración propia a partir de datos de 57 países que representan el 90 % del PIB mundial. Los agregados se han calculado utilizando el peso de los países en la economía mundial en el año previo, en PPC, según la información del Fondo Monetario Internacional.

En el primer trimestre de 2010, la actividad económica mundial continuó recuperándose, con mayor intensidad en las economías emergentes...

trimestre, impulsado principalmente por las economías emergentes, que crecieron un 8,7 % interanual (véase gráfico 3.2). Por su parte, las economías avanzadas crecieron un 2,1 % interanual (3,1 % intertrimestral anualizado), apoyadas en la acumulación de existencias y en el consumo privado; la aportación del sector exterior al crecimiento fue negativa, a pesar de la recuperación de las exportaciones. La reactivación fue más vigorosa en Estados Unidos y Japón, que registraron crecimientos del 3,7 % y del 6 % trimestral anualizado, respectivamente, y más moderada en el Reino Unido. En todo caso, el crecimiento en las economías desarrolladas seguía estando apoyado en las políticas de estímulo y mantenía fundamentos frágiles: debilidad del empleo y tasas de paro elevadas (véase gráfico 3.3); endeudamiento todavía excesivo en los sectores privados no financieros; procesos de saneamiento aún pendientes en los sistemas financieros, y niveles mínimos de actividad en los mercados inmobiliarios.

En las economías emergentes, la recuperación fue ganando ímpetu al comienzo de 2010, particularmente en China, que registró un crecimiento próximo al 10% interanual en el primer trimestre, y en el resto de Asia emergente y América Latina, que crecieron a tasas

en torno al 8,5 % y al 6 %, respectivamente. Este dinamismo vino impulsado por la fortaleza de la demanda interna y, en particular, por la inversión: un patrón de crecimiento que apuntaba a una cierta autonomía respecto de las economías desarrolladas, en ausencia de nuevas perturbaciones (véase gráfico 3.2). En Europa del Este, por el contrario, donde la crisis había golpeado con más fuerza, la expansión fue más moderada. Por otra parte, el repunte del comercio entre las economías emergentes, especialmente las asiáticas, fue también más rápido (véase gráfico 3.3).

... y acompañada de una mejora del entorno financiero, no exento de fragilidades

El comportamiento de los mercados financieros continuó mejorando al comienzo de 2010, en línea con la tendencia que iniciaron a mediados del año previo (véase gráfico 3.4). Los primeros meses del año se caracterizaron por la recuperación del apetito por el riesgo y una menor volatilidad, que retornó a los registros previos a la quiebra de Lehman Brothers. Este entorno favorable dio lugar a ganancias bursátiles, un repunte de los tipos de interés a largo y un estrechamiento de los diferenciales tanto de los bonos corporativos como de los soberanos emergentes. El aumento de los beneficios empresariales y el notable nivel de emisiones en los mercados de capitales mejoraron la capacidad financiera del sector corporativo, a pesar de la debilidad del crédito bancario (véase gráfico 3.5).

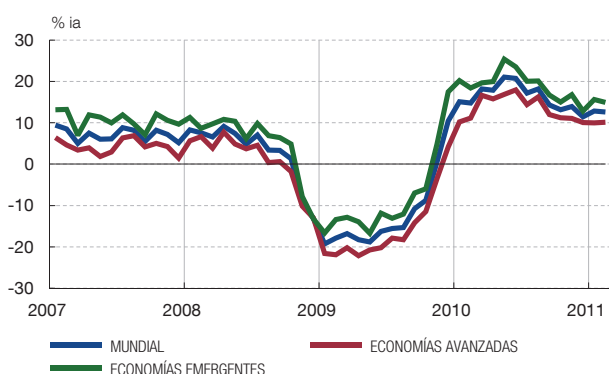
No obstante, tras este comportamiento favorable subyacían fragilidades. Los sistemas financieros de las economías avanzadas, inmersos aún en procesos de saneamiento, no habían retomado su papel de intermediación en la financiación a empresas y familias, y el crédito seguía ajustándose. En cuanto a los procesos de desapalancamiento y recapitalización de los bancos, persistían vulnerabilidades por el lado del pasivo, con importantes volúmenes de financiación a corto plazo, y existían aún segmentos del sistema financiero con problemas, en algunos países. Además, desde finales de 2009 se venían incubando problemas en los mercados de deuda soberana, que acabarían afectando a la confianza en los sistemas bancarios.

En mayo, la crisis de la deuda soberana europea desencadenó un episodio de inestabilidad en los mercados globales, mientras que la actividad en las economías avanzadas comenzó a mostrar síntomas de debilidad

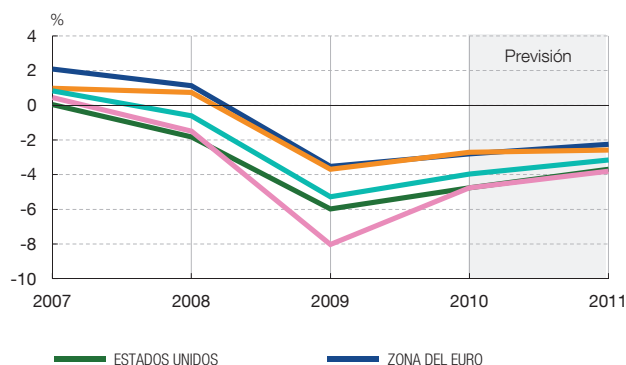
La creciente inestabilidad en determinados mercados de deuda soberana europea alcanzó su cenit en el mes de mayo, cuando las turbulencias asociadas a las dificultades fiscales en Grecia, tras extenderse al área del euro, impactaron en los mercados globales, incluidos los emergentes, que habían sido los más resistentes hasta entonces. Las bolsas mundiales registraron importantes pérdidas y se produjo un brusco incremento de la volatilidad, aunque no tan extremo como en septiembre de 2008. Además, se interrumpió el proceso de normalización de las emisiones en los mercados de renta fija. La búsqueda de activos refugio por parte de los inversores se tradujo en una nueva reducción de los rendimientos de la deuda de Estados Unidos —y de otras economías avanzadas—, de modo que el tipo a diez años descendió hasta niveles en el entorno del 2,5 %, en verano, cerca de los mínimos registrados tras la quiebra de Lehman Brothers. El dólar y el yen también experimentaron fuertes apreciaciones: a principios de junio, el dólar cotizaba frente al euro en niveles máximos desde 2006 (1,21 \$/€), como se aprecia en el gráfico 3.4. En este contexto, las condiciones de financiación de los bancos se endurecieron, al tiempo que su riesgo de crédito se deterioraba.

El impacto desfavorable en los mercados financieros se vio acentuado por los síntomas de ralentización de la economía de Estados Unidos que aparecieron a lo largo del segundo trimestre del año. Este cambio vino determinado, en gran medida, por el empeoramiento del mercado de la vivienda, que se produjo al finalizar parte de las ayudas fiscales. Además, en el mercado laboral, el empleo dio signos de renovada debilidad, mientras la tasa de paro alcanzaba niveles en torno al 9,5 % y la fuerza laboral caía por el efecto desánimo.

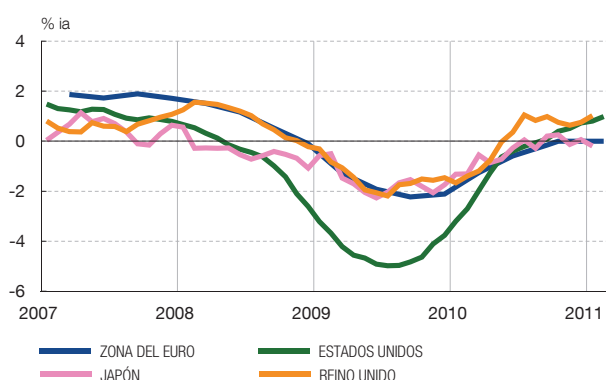
VOLUMEN DE EXPORTACIONES. TASAS INTERANUALES



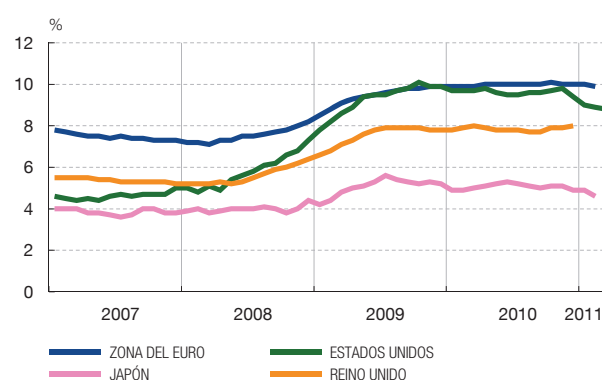
BRECHA DE PRODUCCIÓN (OUTPUT GAP) EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DESARROLLADAS (a)



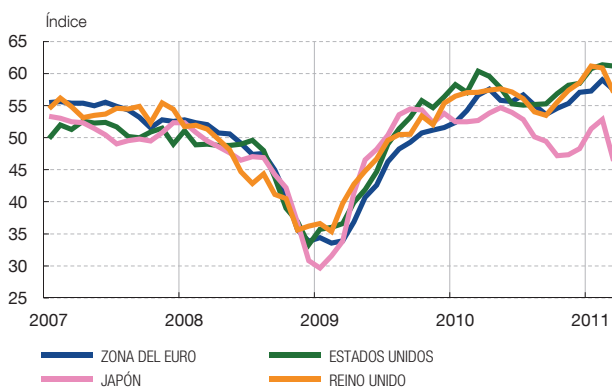
CREACIÓN DE EMPLEO EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS



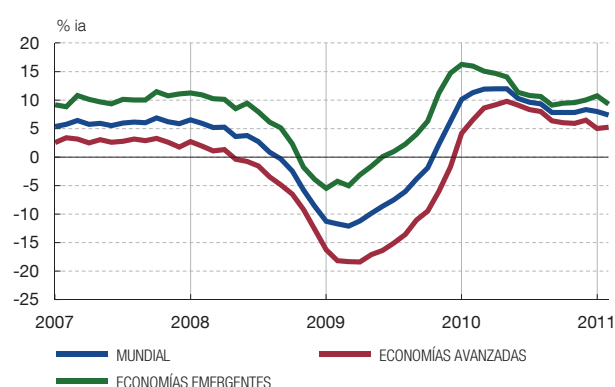
TASA DE PARO (b)



ÍNDICES GESTORES DE COMPRAS



PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TASAS INTERANUALES



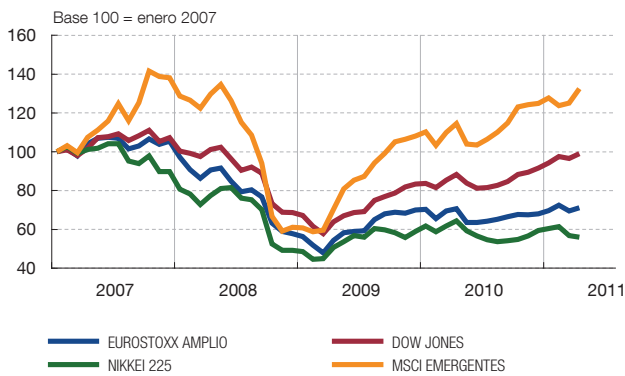
FUENTES: Datastream, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Fondo Monetario Internacional (WEO) y Banco de España.

a Previsiones del Fondo Monetario Internacional.
b Porcentaje de la población activa.

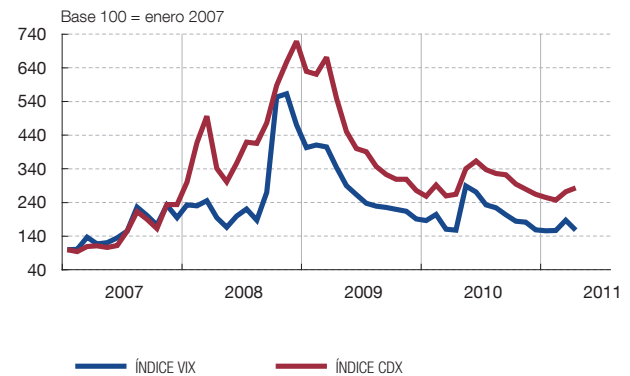
A lo largo del verano los mercados se estabilizaron, mientras que las dudas sobre la economía propiciaron una nueva ronda de estímulos monetarios y fiscales en Estados Unidos...

La respuesta de las autoridades europeas a la crisis griega, los resultados de los *stress-tests* de bancos europeos, divulgados en julio, y la publicación de los beneficios empresariales y bancarios, principalmente en Estados Unidos, contribuyeron a estabilizar los mercados financieros a lo largo del verano, aunque persistieran las dudas sobre la recuperación. El crecimiento del PIB de Estados Unidos en el segundo trimestre (un 1,7 % en tasa trimestral anualizada), publicado en julio, confirmó la pérdida de impulso económico y la debilidad del consumo privado. La falta de empuje se extendió a otras economías,

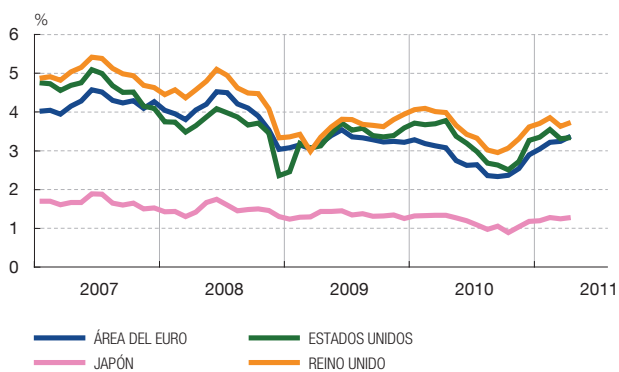
ÍNDICES BURSÁTILES



VOLATILIDAD BURSÁTIL Y RIESGO DE CRÉDITO (a)



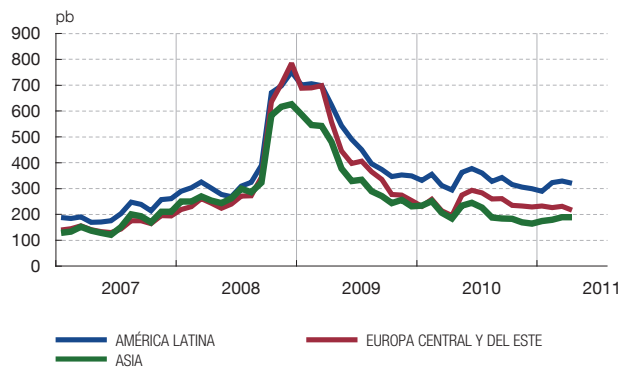
TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



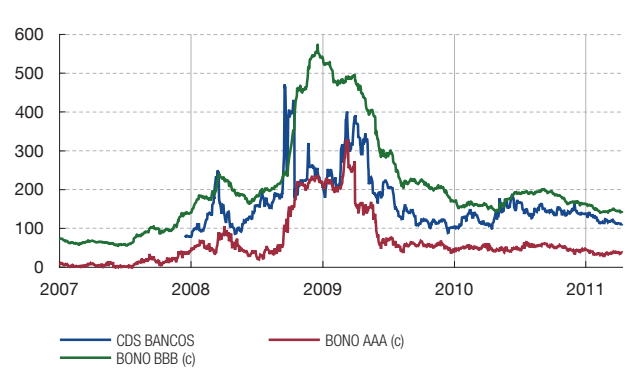
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES



DIFERENCIALES DE LA DEUDA SOBERANA (b)



ESTADOS UNIDOS: ÍNDICES DE RIESGO DE CRÉDITO



FUENTES: Datastream y Bloomberg.

- a Índice VIX (Volatilidad bursátil del índice Standard & Poors 500) e índice de riesgo de crédito CDX Investment Grade de Estados Unidos a cinco años.
- b EMBI+ para América Latina y EMBI Global para Asia y Europa Central y del Este.
- c Bonos corporativos industriales. Diferenciales frente a swaps.

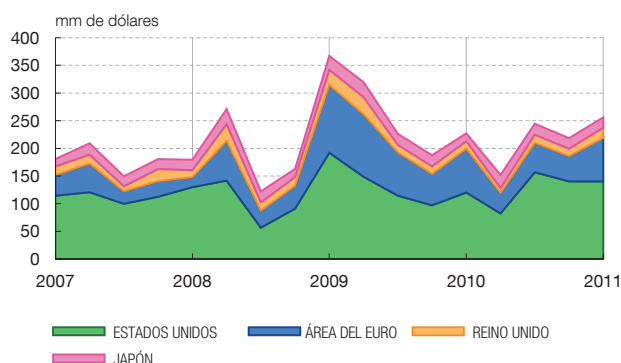
como la japonesa, mientras que el Reino Unido registró una reactivación —que resultó ser transitoria— tras varios trimestres de atonía, impulsada por el dinamismo del consumo privado.

Las muestras de debilitamiento de la economía propiciaron un giro expansivo en la orientación de las políticas económicas en Estados Unidos. Tras la retirada gradual —realizada

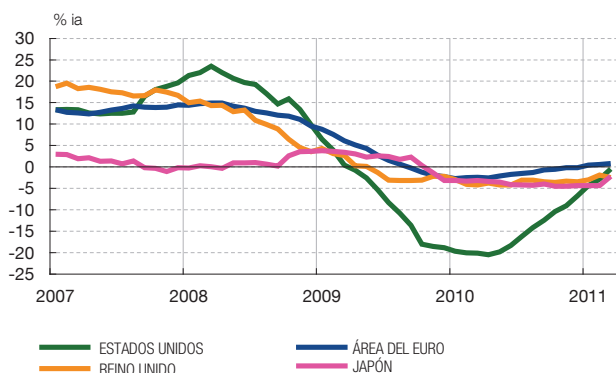
BENEFICIOS DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO (a)



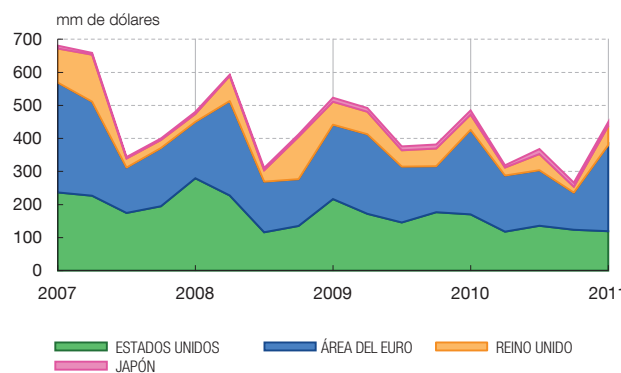
EMISIONES DE DEUDA (EXCLUIDAS TITULIZACIONES) SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO



EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



EMISIONES DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO



FUENTES: Datastream, Bureau of Economics, Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de España, Banco de Japón y Dealogic.

a Beneficios empresariales antes de impuestos + consumo de capital fijo.

... que contribuyeron a una mejora de las perspectivas económicas y a afianzar la confianza de los mercados financieros, aunque desencadenaron fuertes movimientos cambiarios

de forma pasiva— de los apoyos de liquidez y financiación durante el primer semestre del año, la Reserva Federal preanunció a finales de agosto una nueva fase de expansión monetaria no convencional, que comenzó a hacer efectiva en el mes de noviembre. Al impulso monetario se añadió, en diciembre, un nuevo y sustancial paquete de estímulo fiscal. Japón también instrumentó un nuevo programa fiscal en ese período, aunque de escala más modesta. Ambos casos contrastan con el ajuste fiscal que se puso en marcha en Europa, incluyendo el Reino Unido, a raíz de la crisis soberana en algunos países del área del euro (véase la sección 3.1).

Las medidas de estímulo en Estados Unidos propiciaron una notable mejora de las perspectivas económicas, al tiempo que contribuyeron a afianzar la confianza de los mercados financieros, a pesar de suponer un serio retroceso en la consolidación fiscal. El alivio de las tensiones financieras se reflejó en una recuperación de las bolsas y una mejoría de los mercados de crédito y de financiación en la parte final del año. Dicha tendencia fue particularmente acusada en los mercados emergentes, donde las entradas de capitales se vieron notablemente intensificadas a finales del verano, coincidiendo con el nuevo giro expansivo de la política monetaria en Estados Unidos. Esta situación desencadenó fuertes tensiones cambiarias, por la tendencia del dólar a depreciarse frente a la mayoría de las monedas; en particular, el euro retornó a niveles en torno a 1,40 \$/€.

Las nuevas tensiones que aparecieron en otoño en la zona del euro no tuvieron un impacto significativo sobre los mercados internacionales

Coincidiendo con los nuevos estímulos en Estados Unidos, las rentabilidades de la deuda a largo plazo en dicho país aumentaron hasta situarse en torno al 3,5 % a finales de 2010, reflejando, principalmente, la mejora en las expectativas de crecimiento. Este repunte de los tipos a largo contribuyó a moderar las tensiones cambiarias y los flujos de capitales hacia las economías emergentes, aliviando los dilemas de política monetaria en estos países, en un momento en el que las presiones inflacionistas se hacían más evidentes. En este contexto, el desencadenamiento de un nuevo episodio de crisis soberana en el área del euro en noviembre, originado por los problemas bancarios en Irlanda, tuvo un impacto muy limitado sobre los mercados financieros internacionales, en comparación con el episodio de mayo.

En el tramo final de 2010, el crecimiento mundial se moderó ligeramente, aunque la economía de Estados Unidos se reactivó

En conjunto, la economía mundial finalizó el año 2010 con un crecimiento ligeramente desacelerado (cerca del 4,5 % interanual en el cuarto trimestre) y unas perspectivas favorables. Las economías emergentes seguían mostrando una notable fortaleza, con un avance del 7,1 % interanual en ese período. Por su parte, las economías desarrolladas también experimentaron cierta desaceleración, con un avance del 2,4 % interanual (1,5 % en tasa trimestral anualizada), en parte por la caída de las existencias. En el Reino Unido y Japón el crecimiento se ralentizó y se registraron tasas trimestrales negativas, por la caída de la demanda privada. Sin embargo, en Estados Unidos la actividad repuntó en la última parte del año y el PIB aumentó un 3,1 % en tasa trimestral anualizada en el cuarto trimestre, apoyado en el consumo privado y en la contribución favorable del sector exterior. En todo caso, en las principales economías desarrolladas las brechas de producción cerraron 2010 en cotas todavía negativas, y las tasas de paro se mantenían históricamente elevadas (véase gráfico 3.3).

Pese a las importantes perturbaciones negativas en los primeros meses de 2011, se mantienen las perspectivas favorables

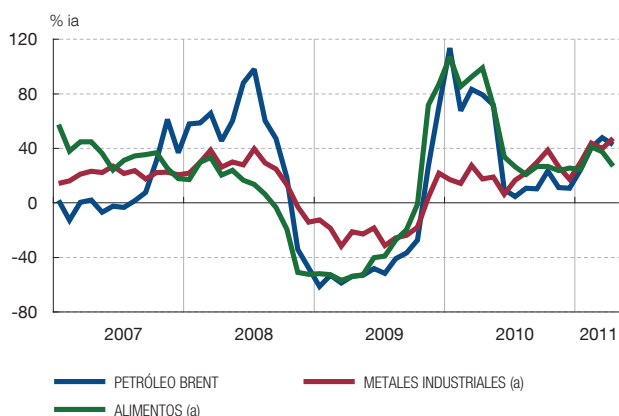
En los primeros meses de 2011, se han consolidado las principales tendencias comentadas: recuperación en Estados Unidos, reforzada por la reactivación del mercado laboral, y normalización de los mercados financieros. La continuidad de los problemas en el área del euro —con el rescate de Portugal, en abril— tampoco ha afectado de manera significativa a los mercados globales, mientras que la crisis política en los países árabes y el terremoto de Japón están teniendo un impacto global, al contribuir al aumento en el precio de las materias primas, pero sin que la confianza en la recuperación se haya visto seriamente comprometida.

Las presiones inflacionistas solo empezaron a generalizarse hacia final de año, impulsadas por el notable repunte de los precios de las materias primas

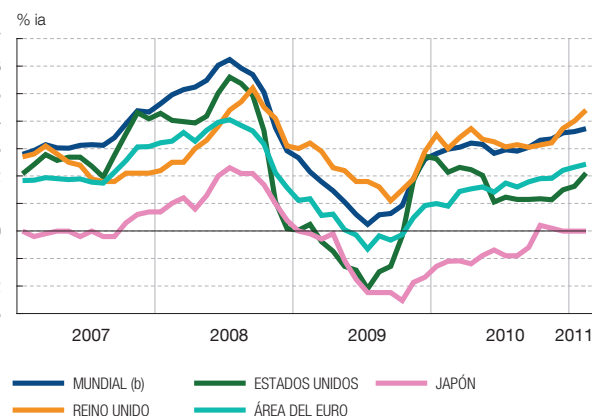
La evolución de los precios se mantuvo contenida en el primer semestre de 2010, pero la inflación registró un repunte generalizado tras el verano (véase gráfico 3.6). El principal factor tras el repunte fueron los precios de las materias primas —productos agrícolas, metales y petróleo—, que mantuvieron una tendencia alcista durante el año, solo interrumpida brevemente durante el segundo trimestre, y que adquirió mayor intensidad en los últimos meses del año (véase gráfico 3.6). En el conjunto de 2010, el índice agregado se incrementó un 24 %, destacando el encarecimiento de los alimentos (28 %) y del petróleo (23 %). Esta tendencia, resultado de la creciente demanda procedente de los países emergentes, ha continuado en los primeros meses de 2011, reforzada, en algunos casos, por factores coyunturales de oferta (véase recuadro 3.2).

Las presiones inflacionistas fueron más acusadas en las economías emergentes que en las avanzadas. En Estados Unidos la inflación alcanzó el 1,5 % interanual al final de año, por debajo de la UEM (2,2 %), mientras que en Japón se mantuvo en tasas negativas, si bien en los meses finales llegó a situarse en terreno positivo. Por el contrario, en el Reino Unido, se elevó hasta el 3,7 %, superando el 4 % a comienzos de 2011. El comportamiento de la inflación subyacente fue más estable y moderado, acorde con la persistencia de las amplias brechas de producto y capacidad excedente. Asimismo, las expectativas de inflación permanecieron bien ancladas. Por el contrario, en las

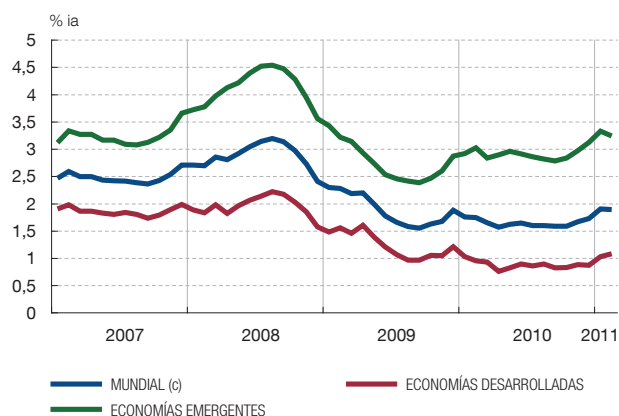
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



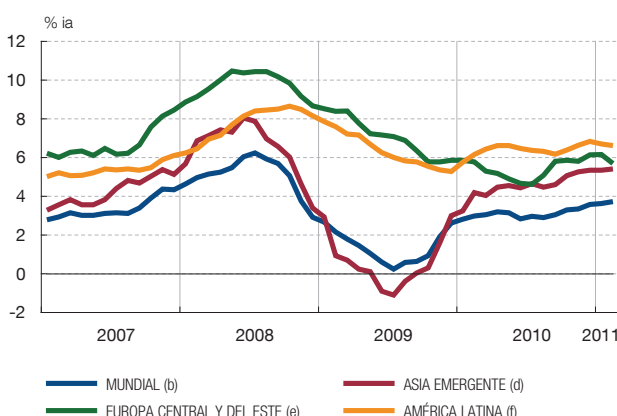
PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS. ÍNDICE GENERAL



PRECIOS DE CONSUMO. ÍNDICE SUBYACENTE



PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS EMERGENTES. ÍNDICE GENERAL



FUENTES: Datastream, Goldman Sachs, estadísticas nacionales y Banco de España.

- a Índices CRB.
- b Agregado calculado a partir de datos de 57 países que representan el 90 % del PIB mundial.
- c Agregado calculado a partir de datos de 45 países que representan el 83 % del PIB mundial.
- d India, China, Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.
- e Rusia, Ucrania, Turquía, Polonia, República Checa, Hungría, Rumanía, Letonia, Lituania, Bulgaria y Croacia.
- f Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

economías emergentes la inflación ascendió hasta el 5,6 % a final de 2010, reflejando el mayor peso de los alimentos y la energía en sus cestas de consumo —aunque los subsidios tienden a mitigar las fluctuaciones en los precios finales—, pero también la fortaleza de la demanda privada y las menores brechas de producción, que en Asia y algunas economías latinoamericanas ya se habían cerrado. Por regiones, la inflación al final del año alcanzó el 6 % en Europa del Este, el 6,9 % en América Latina y el 5,1 % en Asia emergente. La inflación subyacente también mostró una cierta tendencia al alza (en China y Brasil, en particular) y las expectativas de inflación repuntaron en algunas economías. La tendencia al aumento de la inflación se ha prolongado en los primeros meses de 2011, al hilo del continuado encarecimiento de las materias primas: en febrero la inflación fue del 2,1 % en las economías avanzadas y del 5,7 % en las emergentes, y en muchos países de Asia y algunos de América Latina se han superado las tasas previas a la crisis. Esta situación ha propiciado un cambio notable de perspectivas en las políticas monetarias, en particular en las economías desarrolladas, tal y como se describe a continuación.

Los precios de las materias primas han experimentado un fuerte aumento desde mediados de 2010, y en muchos casos se encontraban a comienzos de 2011 en niveles superiores a los de 2008 (véase gráfico 1). Este ascenso generalizado plantea importantes desafíos en las economías desarrolladas, tanto por los posibles efectos sobre la inflación como por los riesgos que supone para la recuperación económica.

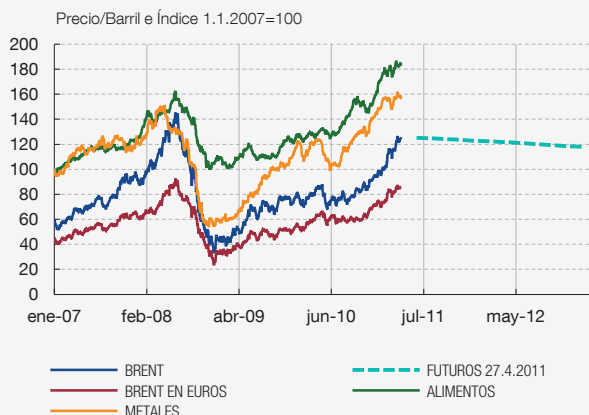
El factor dominante en la subida generalizada de precios de las materias primas es el aumento de la demanda mundial, procedente principalmente de las economías emergentes (en especial, de China) y, en menor medida, de la recuperación de las desarrolladas. Como consecuencia de ello, la demanda mundial de muchas materias primas (incluidas las alimenticias) se ha situado en máximos históricos. Detrás de esta evolución hay factores cíclicos y también estructurales, relacionados con el cambio en los hábitos de consumo. En el caso del petróleo, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) espera una demanda de crudo en 2011 de más de 89

millones de barriles al día (mbd), comparada con 86 mbd en 2008. Las economías emergentes son las responsables de los aumentos de la demanda de petróleo de los últimos años, pues la mejora de la eficiencia energética y la profunda crisis económica en las avanzadas han contraído notablemente su demanda (véase gráfico 2).

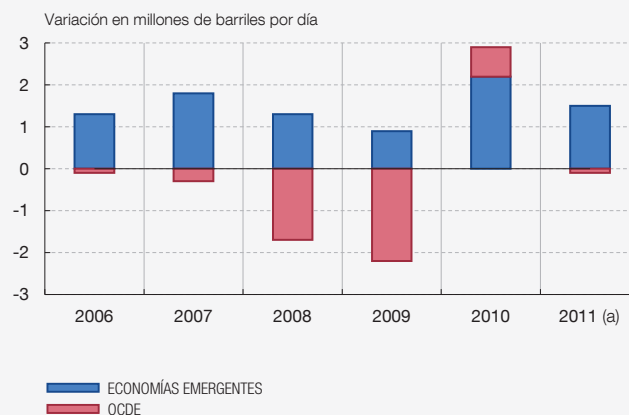
Por otra parte, diversos factores de oferta han afectado también, de manera temporal, a los precios de algunas materias primas. En el caso de los alimentos, destacan las malas cosechas, debidas sobre todo a las condiciones meteorológicas adversas, que han propiciado restricciones a la exportación en algunos países. En el caso del petróleo, desde principios de año las tensiones políticas en diversos países productores del norte de África y Oriente Medio han generado temores de que se produzca una reducción importante en la producción.

Adicionalmente, la tendencia al alza de los precios se puede haber visto amplificada por un aumento de los flujos financieros dirigidos

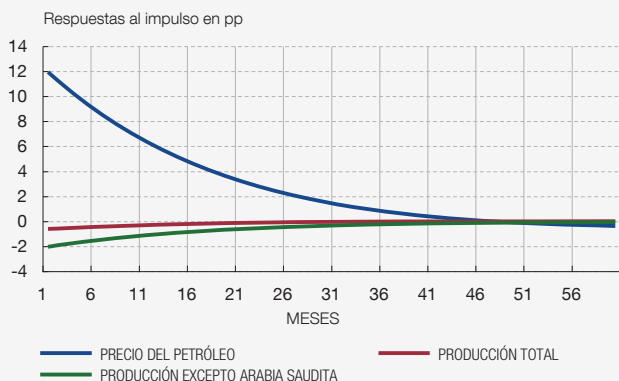
1 PRECIO DEL PETRÓLEO Y OTRAS MATERIAS PRIMAS



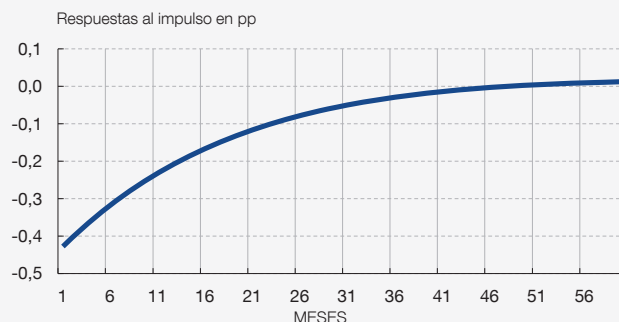
2 VARIACIÓN EN LA DEMANDA DE PETRÓLEO



3 RESPUESTA DE LOS PRECIOS Y DE LA PRODUCCIÓN TOTAL DE PETRÓLEO A UN SHOCK DE OFERTA (b)



4 RESPUESTA DEL PIB EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS A UN SHOCK DE OFERTA (b)



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, Bloomberg, Datastream y Banco de España.

a Previsión según la Agencia Internacional de la Energía.
 b El shock simulado corresponde a una reducción del 2 % en la producción mundial, excluida Arabia Saudita.

a los mercados de materias primas, en un contexto de abundante liquidez a escala global y de mayor preferencia relativa de los inversores por esta clase de activos. No obstante, la evidencia respecto a la causalidad entre flujos y precios en estos mercados no es concluyente. La cuestión es aún más compleja en el caso de aquellas materias primas que tienen un coste de almacenamiento relativamente elevado, como el petróleo, en las que las inversiones se realizan en mercados de futuros y opciones, y no están claros los canales por los cuales el precio de estos instrumentos financieros podría afectar a los precios de contado.

El encarecimiento de las materias primas tiene efectos sobre la inflación y la actividad. En cuanto a la inflación, el traslado de la subida de los precios internacionales de las materias primas a los precios domésticos de las mismas depende de las oscilaciones de los tipos de cambio frente al dólar (moneda en la que están referenciados los precios de la mayoría de materias primas), de los aranceles e impuestos existentes, de la capacidad de los importadores para compensar esos aumentos con sus márgenes, y de los costes de transporte y distribución. Por su parte, las variaciones en los precios domésticos de las materias primas pueden afectar a los precios de consumo por diversos canales. En primer lugar, los efectos directos del aumento de los precios de las materias primas sobre el IPC, que serán tanto mayores cuanto más elevado sea su peso en la cesta de consumo representativa. En segundo lugar, los efectos indirectos, materializados en el incremento en los costes de producción y distribución, que son más relevantes en el caso de la energía. Finalmente, los llamados «efectos de segunda ronda», que reflejan la incorporación del alza inicial de precios en los procesos de formación de precios y salarios, de modo que la perturbación original se acaba trasladando a las expectativas de inflación y a la inflación subyacente. Diversos estudios que han analizado el impacto de una subida en los precios del petróleo sobre la inflación en economías desarrolladas encuentran, en general, efectos relativamente moderados, que se deben, principalmente, al impacto directo del mayor coste de las materias primas sobre la inflación. Así, un incremento del 10 % del precio del petróleo supondría un alza del IPC del área del euro de unos 0,2 pp-0,4 pp¹.

Por otro lado, el encarecimiento de las materias primas tiene un impacto contractivo en las economías importadoras netas a través de tres canales, principalmente. En primer lugar, se alteran los precios relativos, propiciando que familias y empresas destinen un

mayor porcentaje de su renta a la compra de bienes derivados de estas materias primas, en detrimento de otros productos. En segundo lugar, elevan los costes de producción de las empresas. Y, en tercer lugar, pueden generar una respuesta contractiva de la política monetaria. En cambio, en las economías exportadoras netas, el impacto es expansivo, a través del aumento de la relación real de intercambio. No obstante, es importante destacar que el impacto sobre la actividad será muy diferente si la subida en los precios de las materias primas se debe a una repentina reducción en la oferta o a un aumento en la demanda, debido a un mayor crecimiento económico global².

Las tensiones recientes en los países árabes hacen pertinente considerar un escenario de recorte de la oferta mundial de petróleo. El modelo utilizado incluye las decisiones de consumo y producción de importadores y exportadores de crudo, tomando en especial consideración el papel diferencial y estratégico de Arabia Saudita como «productor dominante», es decir, el único con capacidad excedente de producción³. Los resultados muestran que, ante una caída en la oferta de un productor equivalente al 2 %⁴ del mercado mundial, el precio del crudo ascendería un 12 % (véase gráfico 3). Ante esta subida, Arabia Saudita aumentaría su producción de petróleo para suplir parcialmente la caída de la oferta, de forma que la caída de la producción mundial sería menor (0,5 %). El impacto inicial sobre el PIB de las economías desarrolladas sería de -0,4 pp, caída que se iría absorbiendo progresivamente, hasta desaparecer al cabo de tres años (véase gráfico 4). Por tanto, los efectos sobre la actividad de las economías desarrolladas de una perturbación en la oferta del petróleo serían moderados, en línea con los resultados de la literatura⁵.

1 Véase, por ejemplo, Rolf Strauch et ál. (2010), *Energy Markets and the Euro Area Macroeconomy*, Occasional Paper Series 113 European Central Bank o Luis J. Álvarez et ál. (2011), «The Impact of Oil Price Changes on Spanish and Euro Area Consumer Price Inflation», *Economic Modelling*, 28, pp. 422-431.

2 Para una discusión en profundidad sobre las distintas respuestas de la economía y los precios del petróleo frente a variaciones en la oferta y demanda mundiales, véase Anton Nakov y Galo Nuño (2010), «Un modelo sencillo para analizar las causas y consecuencias de las variaciones en el precio del petróleo», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España, pp. 67-78.

3 Para una descripción técnica del modelo empleado, véase Anton Nakov y Galo Nuño (2009), *Oilgopoly: A General Equilibrium Model of the Oil-Macroeconomy Nexus*, Documentos de Trabajo, n.º 0932, Banco de España.

4 Como referencia, Libia representa el 1,8 % del mercado mundial de crudo y durante la crisis redujo en un 75 % su participación en el mercado.

5 El citado trabajo de Strauch et ál. (2010) presenta valores entre 0,2 pp y 0,4 pp, para un amplio conjunto de modelos, ante un alza del 10 % en los precios del petróleo. Algunos autores destacan además que el impacto de las perturbaciones en el precio del petróleo sobre el PIB ha ido disminuyendo debido a las menores rigideces en los mercados de trabajo, el menor consumo de petróleo por unidad de PIB y la mejora en la conducción de la política monetaria. Véase al respecto O. Blanchard y J. Gali (2007), *The Macroeconomic Effects of Oil Shocks. Why are the 2000s So Different from the 1970s?*, NBER Working Paper n.º 13368.

3 Políticas económicas

3.1 DIVERGENCIAS EN LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DE LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS

A principios de 2010, se anticipaba una salida secuencial de las medidas no convencionales de política monetaria, en un contexto de retirada de los estímulos introducidos tras la crisis

La crisis de la deuda soberana en el área del euro y las dudas sobre la recuperación en Estados Unidos abrieron una brecha creciente entre las políticas económicas de las economías desarrolladas

En el ámbito fiscal, la crisis soberana del área del euro aceleró el ajuste en Europa, mientras que en Estados Unidos y Japón se introdujeron, a finales de año, nuevos planes de estímulo fiscal

Al inicio de 2010, la paulatina recuperación económica y la normalización financiera auguraban una progresiva retirada de los apoyos introducidos a raíz de la crisis, aunque a ritmos distintos —más gradual en desarrollados, más decidida en emergentes—. No obstante, diversos acontecimientos alteraron este panorama y contribuyeron a acentuar las divergencias en la conducción de políticas económicas entre países emergentes y desarrollados y, también, dentro de estos últimos.

Las principales economías desarrolladas comenzaron el año con la intención de instrumentar la salida de las políticas extraordinariamente expansivas, aplicadas como respuesta a la crisis. El reto residía en reducir los apoyos públicos, que planteaban riesgos de inflación y dudas sobre la sostenibilidad de las posiciones fiscales, sin perjudicar la recuperación.

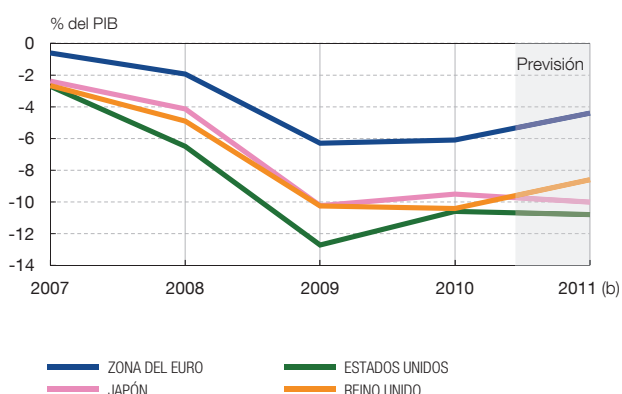
En el ámbito de las políticas monetarias, el debate se centraba en la secuencia e instrumentación de la retirada de las medidas no convencionales y en el momento de iniciar las subidas de tipos oficiales. La mejoría en la situación financiera y bancaria propició que el recurso de las entidades financieras a algunas ayudas revirtiese de forma natural. Así, en el primer trimestre, expiraron la mayoría de las facilidades de provisión extraordinaria de liquidez en Estados Unidos y el Reino Unido y se completó el programa de compras de activos de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. También en el área del euro fueron venciendo algunas medidas, como el programa de compra de *covered bonds* o las operaciones especiales de préstamo a más largo plazo. Por el contrario, el Banco de Japón siguió introduciendo nuevas medidas, en un contexto de persistencia de la situación deflacionista. No obstante, la incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación y la ausencia de presiones inflacionistas llevaron a un retraso en las expectativas de subidas de tipos de interés —incluso en el Reino Unido, a pesar de su inflación más elevada—, una tónica que seguiría todo el año. En otras economías desarrolladas (Suecia, Australia o Canadá), más avanzadas en el ciclo, sí hubo elevaciones de tipos oficiales.

En primavera, la incertidumbre relacionada con la crisis de la deuda soberana en el área del euro y con las dudas sobre la fortaleza de la recuperación en Estados Unidos retrasó la retirada de los estímulos monetarios y generó una creciente divergencia en el tono de las políticas económicas. La superación de la crisis soberana se convirtió en prioridad obligada en el área del euro, mientras que en Estados Unidos —y en un contexto algo diferente, en Japón— la preocupación se centró en evitar una posible recaída de la actividad e, incluso, en descartar el riesgo de una posible deflación.

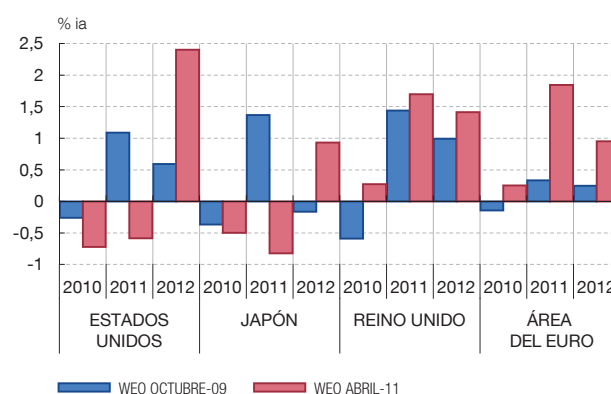
El notable deterioro de las variables fiscales en 2009 aconsejaba una retirada progresiva, pero decidida, de los estímulos fiscales (véase gráfico 3.7). Sin embargo, en 2010 se observó un nuevo incremento del endeudamiento público [en torno a 8 puntos porcentuales (pp) del PIB, para el conjunto de las economías avanzadas], mientras que los déficits fiscales apenas se redujeron, y se mantuvieron alrededor del 10 % del PIB en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido, y en el 6 % en la UEM. Las tensiones derivadas de la crisis soberana del mes de mayo llevaron a acelerar el ajuste fiscal en los países del área del euro (véase capítulo 4) y también en el Reino Unido (véase gráfico 3.7). En este país, el nuevo Gobierno presentó un drástico ajuste fiscal —basado en recortes del gasto y en medidas impositivas, entre ellas, una subida de 2,5 pp del IVA y un nuevo impuesto sobre la banca—, que reducirá el saldo estructural en más de 8 pp del PIB en los próximos cinco años.

En marcado contraste, en Estados Unidos y en Japón las dudas sobre la actividad se materializaron en nuevos planes de expansión fiscal hacia finales de año. La principal medida

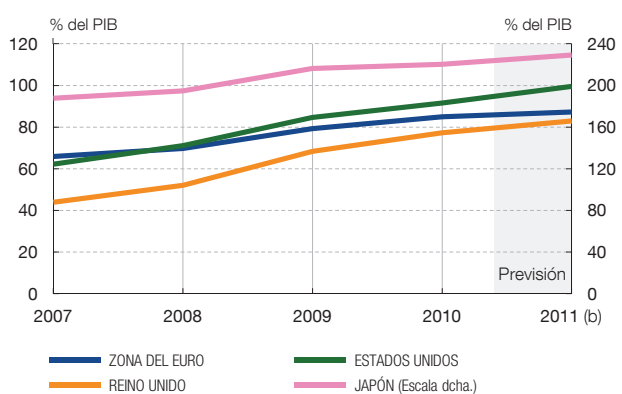
SALDO FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO (a)



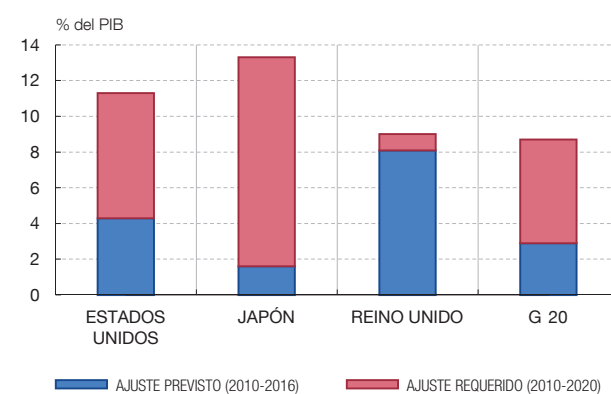
VARIACIONES DEL SALDO FISCAL ESTRUCTURAL (2009-2012)



EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



AJUSTE FISCAL PREVISTO Y REQUERIDO (c)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream, Bloomberg, Reserva Federal de Cleveland y Banco de España.

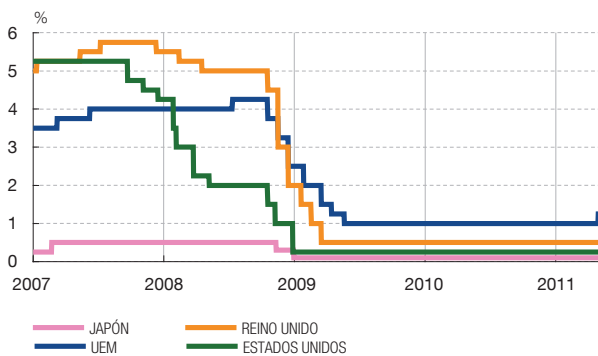
- a Porcentaje del PIB. Superávit (+) o déficit (-).
- b Previsiones del Fondo Monetario Internacional.
- c Ajuste necesario del saldo estructural primario en 2010-2020, para estabilizar la ratio de deuda sobre PIB en 2030 en el 60 % (200 % en Japón).

en Estados Unidos fue la aprobación en diciembre de un nuevo paquete fiscal, por más de 800 mm de dólares (casi un 6 % del PIB de 2010) para los próximos diez años, en el que destaca la extensión de reducciones impositivas que iban a expirar y la prolongación de subsidios de paro. Este plan podría elevar el déficit estructural entre 1,5 pp y 2 pp del PIB, en 2011 y 2012, y retrasar el inicio de la consolidación fiscal. Por su parte, en Japón se introdujo un nuevo paquete fiscal de cerca del 1 % del PIB, en octubre, y, tras el terremoto de marzo de 2011, se aprobó un presupuesto suplementario de cuantía similar para acometer las labores de reconstrucción.

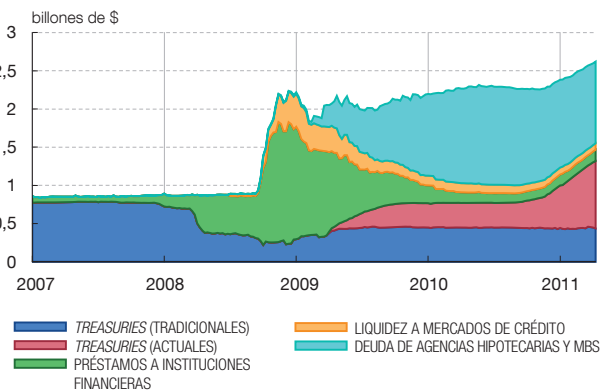
En política monetaria, destaca una nueva fase de expansión cuantitativa en Estados Unidos

En el ámbito de la política monetaria, el debilitamiento de la actividad suscitó la posibilidad de nuevas medidas de expansión monetaria no convencional en Estados Unidos y el Reino Unido, durante el verano. No así en la UEM, que, no obstante, mantuvo la provisión de amplia liquidez al sistema financiero y puso en marcha un programa de compra de bonos públicos de los países más afectados por las tensiones soberanas, para restaurar el mecanismo de transmisión. Los tipos de interés oficiales se mantuvieron sin cambios en todos los casos durante 2010, si bien en los primeros meses de 2011, ante el repunte de la inflación, los mercados han adelantado las expectativas de inicio de subida de los tipos de interés oficiales (véase gráfico 3.8). De hecho, el ciclo alcista

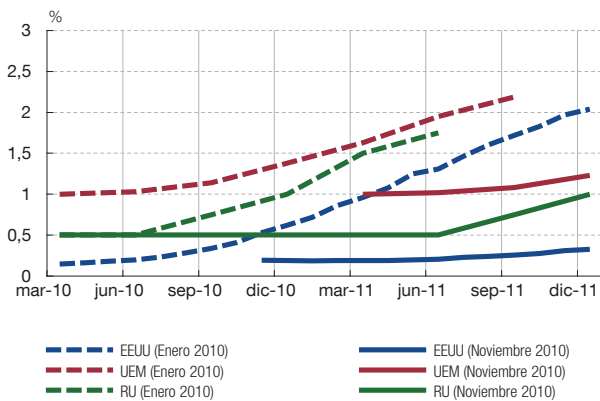
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN PAÍSES DESARROLLADOS



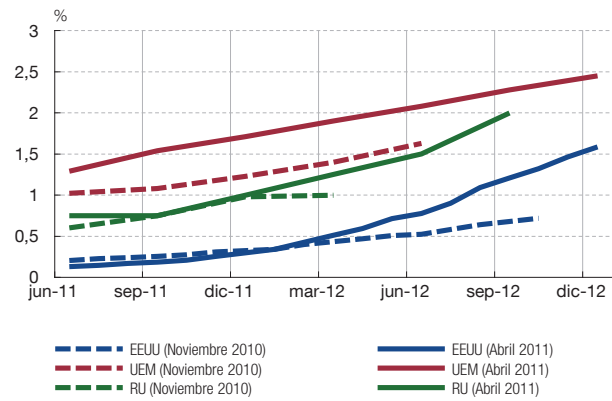
BALANCE DE LA FED



EXPECTATIVAS DE TIPOS OFICIALES



EXPECTATIVAS DE TIPOS OFICIALES



FUENTES: Bloomberg, Encuesta Reuters, Datastream y Reserva Federal de Cleveland.

se inició en la UEM en abril, con la subida de 25 puntos básicos (pb) del tipo de interés, hasta el 1,25 %.

La segunda fase de expansión cuantitativa en Estados Unidos (conocida como QE II, por sus siglas en inglés) fue preanunciada en agosto e iniciada en noviembre. Consiste en la compra escalonada por parte de la Reserva Federal de 600 mm de dólares en bonos del Tesoro, a finalizar en junio de 2011, a los que se añade la reinversión de otros 300 mm procedentes del vencimiento de activos en balance. La intención era relajar las condiciones monetarias y financieras, mediante la reducción de los tipos de interés a largo plazo y el aumento de los precios de una gama de activos financieros, con objeto de mejorar las perspectivas de los agentes y aumentar sus expectativas de inflación. Pese al debate sobre la efectividad y los riesgos del QE II, la evolución posterior parece indicar que ha contribuido a ese objetivo, aunque los tipos a largo plazo anticiparon el movimiento inicial de bajada y repuntaron notablemente tras el inicio del programa. Por su parte, en octubre el Banco de Japón amplió sus facilidades de crédito y extendió el programa de compra de activos financieros —incluyendo títulos del Estado—, con un nuevo fondo equivalente al 1,1 % del PIB. Tras el terremoto de marzo, duplicó el volumen de compras e inyectó masivamente liquidez. En el Reino Unido, la posibilidad de una ampliación de las medidas no convencionales acabó disipándose por el riesgo de desanclaje de las expectativas de los agentes, con la inflación situada más de un punto por encima del objetivo durante los últimos dos años.

La divergencia en las políticas económicas refleja tanto diferencias en la situación coyuntural como en la valoración de los riesgos de medio y largo plazo

Las divergencias en las políticas económicas entre las principales economías desarrolladas responden a múltiples causas: diferencias de diagnóstico, estrategia o prioridades ante los riesgos inflacionarios y la debilidad de la economía, y diferentes grados de libertad para diseñar sus políticas. No obstante, en una economía global cada vez más integrada, en la que las políticas de los países más grandes tienen implicaciones para el resto, estas divergencias puede generar tensiones y reacciones por parte de otros países, como ya sucedió en el ámbito monetario y cambiario tras el QE II de Estados Unidos, socavando los esfuerzos de coordinación internacional cimentados tras la crisis (véase apartado 4.3).

3.2 DILEMAS DE POLÍTICA ECONÓMICA EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Las expectativas de fuerte crecimiento económico en los países emergentes se vieron confirmadas

Las economías emergentes han sorteado el impacto de la crisis mejor que las desarrolladas. La recuperación ha sido rápida, favorecida por unos fundamentos económicos robustos, una menor necesidad de desapalancamiento respecto a las economías desarrolladas, y una nula o reducida exposición de sus sistemas financieros a los activos problemáticos. La situación en los nuevos países miembros de la UE ha sido diferente, pues en la mayoría de ellos la crisis incidió con fuerza y la recuperación ha sido más débil, debido tanto a los mayores desequilibrios y vulnerabilidades financieras acumulados en los años previos a la crisis, como a los estrechos vínculos económicos con el área del euro.

A lo largo de 2010 se produjeron fuertes entradas de capitales, más intensas en determinados países

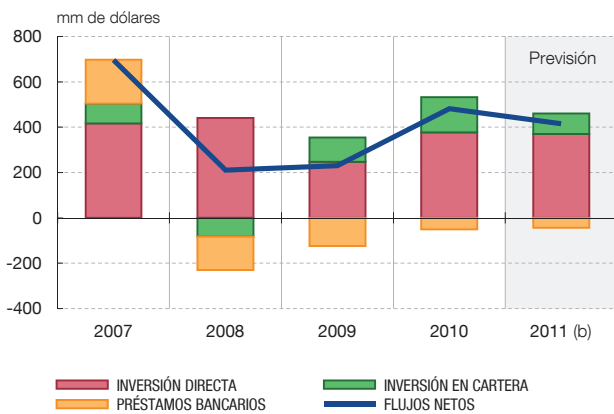
La combinación de las mejores perspectivas de crecimiento en las economías emergentes, el retorno del apetito por el riesgo en los mercados financieros globales y la persistencia de tipos de interés muy reducidos en las economías desarrolladas indujo un resurgimiento de los flujos de capitales hacia los países emergentes a lo largo de 2010, que en Asia y América Latina superaron los niveles previos a la crisis (véase gráfico 3.9). Los flujos se intensificaron tras el verano, ante la expectativa del nuevo estímulo monetario en Estados Unidos, creando notables dificultades para la gestión macroeconómica y un temor a una apreciación excesiva de los tipos de cambio. Una parte importante de estos mayores flujos hacia las economías emergentes tiene posiblemente un carácter permanente, resultado del proceso de reasignación global de capitales, asociado a unas mejores perspectivas relativas de crecimiento y más acorde con el peso e importancia crecientes de estas regiones en el mundo (véase recuadro 3.1). Sin embargo, existe la percepción en estos países de que la afluencia de capitales tiene también un componente transitorio, especialmente tras el episodio de intensificación al final de 2010, lo que plantea riesgos de apreciación excesiva de los tipos de cambio o de reversión súbita de esos flujos.

Las entradas de capitales, junto con las presiones al alza de la inflación, plantearon un dilema de política monetaria

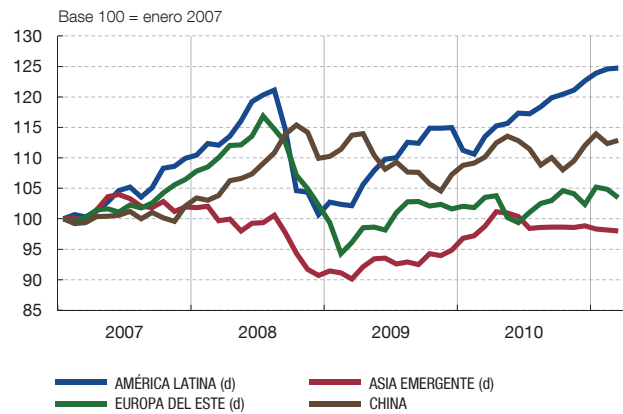
Las fuertes entradas de capitales y las tensiones apreciatorias coincidieron con presiones crecientes sobre la inflación, originando un dilema de política monetaria en las economías de América Latina y Asia. Por una parte, era oportuno elevar los tipos de interés para contener el repunte de la inflación, en un contexto de cierre de las brechas del producto y de encarecimiento de las materias primas, y evitar el desanclaje de las expectativas de inflación. Por otra parte, el alza de tipos de interés podía contribuir a alimentar las entradas de capitales y a aumentar la presión sobre el tipo de cambio. Las economías emergentes han abordado este reto con una combinación de medidas: subidas de tipos de interés, apreciaciones controladas y acumulación de reservas, a la par que se han adoptado medidas administrativas o de corte macroprudencial, e incluso controles de capitales.

Hubo elevaciones de los tipos de interés tanto en Asia como en la mayoría de los países de América Latina, que se interrumpieron o suavizaron en la fase de mayores entradas de capitales, tras el verano. Numerosos países emplearon también medidas de carácter cuantitativo, principalmente elevaciones de los coeficientes de caja, para endurecer las condiciones monetarias. En cuanto a los tipos de cambio, en América Latina se toleraron, en general, apreciaciones más intensas que en Asia. En China, las autoridades anunciaron la vuelta al régimen cambiario

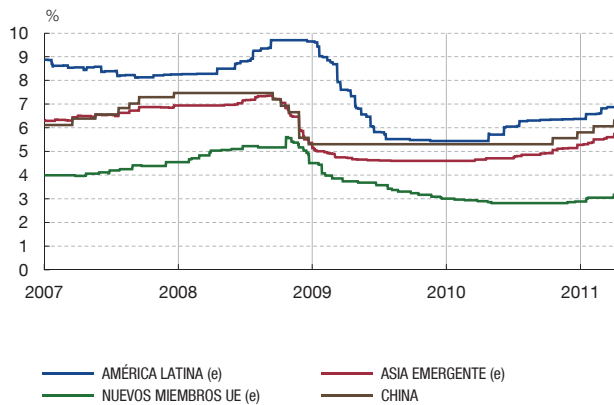
ECONOMÍAS EMERGENTES (a): FLUJOS NETOS DE CAPITAL



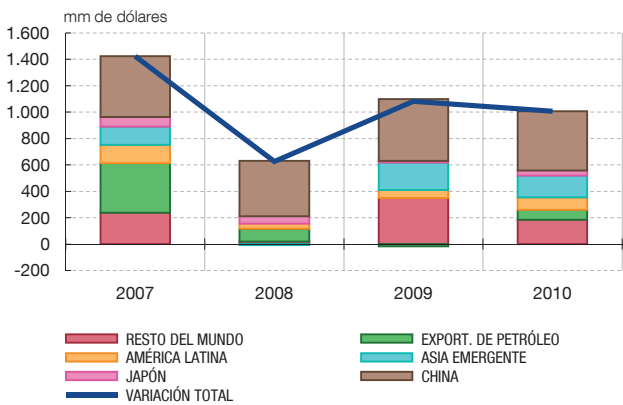
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (c)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES



VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES (f)



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

- a África, América Latina y Caribe, Europa Central y del Este, Confederación de Estados Independientes, Oriente Medio y Asia emergente.
- b Previsiones del FMI.
- c Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
- d Áreas analizadas: Asia emergente (India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina (Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú).
- e Áreas analizadas: Asia emergente (India, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina (Brasil, México, Chile y Colombia).
- f Año 2010: último dato disponible.

previo a la crisis y permitieron una cierta apreciación del renminbi frente a su cesta de referencia, aunque con carácter limitado. La acumulación de reservas se intensificó también de manera generalizada, con el fin de mitigar la apreciación de los tipos de cambio, lo que situó las tendencias de estos activos en nuevos máximos históricos (véase gráfico 3.9).

Entre las medidas que se adoptaron destacan las dirigidas a moderar las entradas de capitales

Muchos países consideraron necesario recurrir a otro tipo de medidas, que se resumen en el cuadro 3.2, para gestionar las fuertes entradas de capital y su impacto sobre los tipos de cambio. En algunos países se tomaron medidas de liberalización de las salidas de flujos financieros. En otros casos, se adoptaron medidas de corte macroprudencial para moderar los efectos de las entradas de capitales, como límites al crecimiento del crédito inmobiliario, o a las ratios de crédito sobre valor (LTV). También se adoptaron diversos gravámenes a los movimientos financieros de los no residentes (controles de capitales), formulados de manera específica en cada país, destacando entre ellos los impuestos sobre las transacciones financieras de cartera en Brasil y Corea. A diferencia de episodios pasados, los controles de capitales han contado con una mayor aceptación internacional, aunque solo como último recurso.

MEDIDA	DESCRIPCIÓN	PAÍS
		(fecha de implementación entre paréntesis)
Restricciones flujos financieros (controles de capitales)	Impuesto sobre entradas de flujos financieros	Brasil (oct-10 y mar-11), Tailandia (oct-10), Corea (nov-10)
	Establecimiento período mínimo inversión	Indonesia (sep-10)
Liberación flujos financieros	Liberalización salidas de capitales	Tailandia (feb-10 y sep-10), Chile (nov-10), Perú (varias)
Medidas de corte macroprudencial	Limitación a LTV (ratio crédito valor) y DTI (deuda sobre ingreso) en préstamos inmobiliarios	China, Hong Kong, Corea (mar-11)
	Elevación requerimiento de capital	Brasil (dic-10)
	Elevación coeficiente de caja (a)	China (varias), India (oct-10), Brasil (dic-10), Indonesia (dic-10), Malasia (mar-11), Turquía (varias), Perú (varias)
	Elevación coeficiente de caja depósitos en moneda extranjera	Perú (jul, sep y oct-10)
	Límite posición corta en moneda extranjera de la banca	Corea (jun-10), Brasil (ene-11), Perú (feb-11), China (mar-11)

FUENTE: Banco de España.

a Los coeficientes de caja pueden ser también considerados como medida alternativa de política monetaria, si bien están siendo usados cada vez más con objetivos macroprudenciales.

El tono de las políticas fiscales no contribuyó a aliviar el dilema de política económica

Una orientación contractiva de las políticas fiscales en las economías emergentes podría haber facilitado la gestión de las políticas cambiarias y monetarias en este contexto de fuerte dinamismo de la actividad, y de recalentamiento, en algunos casos. Sin embargo, aunque los resultados fiscales fueron favorables, en marcado contraste con las economías desarrolladas, el tono de las políticas fiscales no fue claramente restrictivo en prácticamente ningún país.

4 Hacia un entorno global de mayor estabilidad económica y financiera

La consecución de una mayor estabilidad económica y financiera global requiere una coordinación multilateral reforzada y la adopción de reformas

La gravedad de la crisis y la respuesta posterior han puesto de manifiesto la necesidad de articular las políticas macroeconómicas y financieras, para evitar la reaparición de desequilibrios y avanzar en el establecimiento de un entorno económico y financiero más estable. En esta sección se repasan los avances en tres ámbitos fundamentales para el logro de ese objetivo: i) el saneamiento y la reestructuración del sistema financiero; ii) el ajuste de los balances del sector privado y la consolidación fiscal en las principales economías desarrolladas, y iii) el proceso de coordinación internacional de políticas económicas, que mitigue los riesgos de reemergencia de los desequilibrios globales y de reaparición de excesos financieros.

4.1 SITUACIÓN, PERSPECTIVAS Y PROCESOS DE REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO

Los procesos de ajuste y recomposición del sector bancario han progresado en el último año...

En 2010 se produjo una mejoría de la actividad bancaria. La mayoría de los bancos reforzaron su posición financiera a lo largo del año, apoyados, por un lado, en el fortalecimiento de sus balances y el proceso de gradual desinversión, y, por otro, en la progresiva normalización de algunos mercados de financiación mayorista y de emisiones de renta fija (véase gráfico 3.5). Asimismo, los beneficios de la banca internacional se recuperaron hasta niveles cercanos a los previos a la crisis. Este comportamiento, sin embargo, no fue homogéneo: la banca de Estados Unidos y la británica alcanzaron elevados niveles de rentabilidad, frente a los más moderados obtenidos por los bancos japoneses y los de la UEM. Los ratios de capital aumentaron significativamente al hilo de esta mejoría y en

respuesta a la crisis financiera. Este reforzamiento del capital tuvo lugar en un contexto de mayores requerimientos regulatorios y, en algunos casos concretos, apoyado en inyecciones de capital público. La actividad transfronteriza se mantuvo relativamente moderada, pero los bancos internacionales incrementaron sus exposiciones a las áreas emergentes, en particular América Latina y Asia, donde los sistemas bancarios solo se vieron transitoriamente afectados por la crisis. A pesar de esta evolución positiva, el proceso de saneamiento y reconfiguración del sistema bancario y financiero todavía es incompleto, y la intermediación crediticia y las condiciones de financiación bancaria siguen estando limitadas por factores de oferta. Además, numerosos segmentos de los mercados de titulización siguen sin reactivarse. Por otra parte, la propia debilidad de la demanda de crédito y la fragilidad financiera de los prestatarios también limitan el avance del crédito al sector privado, que mantiene una notable atonía.

... condicionados por la persistencia de elevados apoyos públicos...

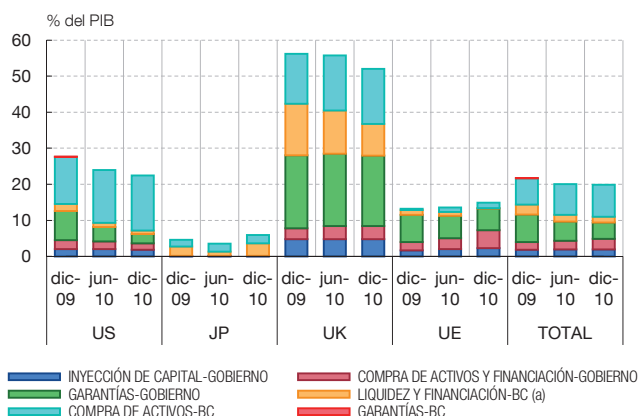
En cualquier caso, la mejoría del sector financiero sigue estando respaldada por el mantenimiento de elevados apoyos, tanto por parte de los Estados como de los bancos centrales. A finales de 2010, el monto total de los apoyos públicos efectivamente utilizados por el sector financiero se situaba en torno al 20 % del PIB en las principales economías, casi igual que un año antes (véase gráfico 3.10). En general, se observó una reducción de los apoyos instrumentados mediante garantías del Tesoro y facilidades de liquidez y financiación de los bancos centrales, compensada por el incremento de las compras de activos por parte de estos últimos. En Estados Unidos, estos soportes se situaban en el 22 % del PIB a finales de 2010 (5 pp menos que a final de 2009), destacando la reducción de la parte correspondiente a las inyecciones de capital. Por otra parte, el nivel de los apoyos financieros en el Reino Unido sigue siendo el más elevado entre las principales economías avanzadas, por encima del 50 % del PIB, aunque en ligero descenso. En Japón y en la UEM se ha producido un nuevo incremento de los apoyos en 2010, aunque desde niveles mucho más reducidos (6 % y 15 % del PIB, respectivamente). Dadas las características de estos apoyos, en los que van ganando peso las compras en firme y las inyecciones de capital, es probable que se mantengan por un período prolongado.

... y por las reformas regulatorias y financieras

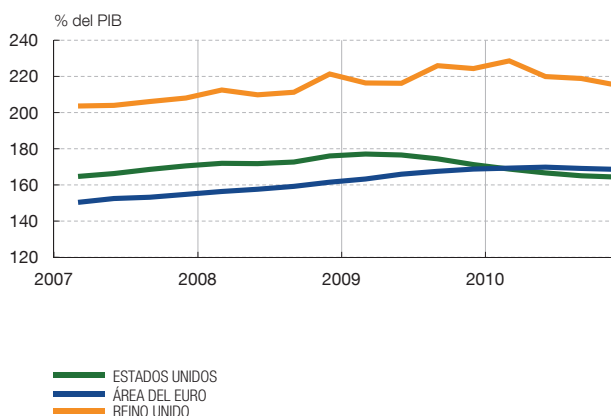
En 2010, las iniciativas de reforma financiera y regulatoria coordinadas a nivel global perdieron cierto protagonismo frente a las de carácter doméstico. Entre las primeras hay que destacar, no obstante, la aprobación del conjunto de medidas conocido como Basilea III, en noviembre, por el G 20. Estas medidas suponen un refuerzo de los requisitos de capital y liquidez exigidos a las instituciones financieras, a nivel global, aunque algunos aspectos están pendientes de desarrollar (ratios de liquidez, entidades sistémicas, etc.) y el plazo para su cumplimiento pleno es amplio (hasta 2018, en algunos apartados).

Entre las reformas planteadas a nivel nacional, en Estados Unidos se aprobó la ley Dodd-Frank y en Reino Unido el Gobierno presentó un documento consultivo con las líneas principales de la nueva reforma, que deberá ser aprobada a lo largo de 2011. Las principales características de ambos programas de reforma financiera se recogen en el cuadro 3.3. Hay elementos comunes, como la revisión profunda de las estructuras de regulación y supervisión, y la creación de instituciones en los ámbitos macroprudencial y de protección al consumidor de servicios financieros. A diferencia de la estrategia gradual seguida por los países europeos, la reforma americana plantea una transformación global, que alcanza a la mayor parte del sector financiero, con objeto de reducir la probabilidad de nuevas crisis y mitigar los efectos que estas puedan tener sobre la economía y, en particular, sobre las cuentas públicas. La reforma propuesta por el nuevo Gobierno británico está más centrada en la arquitectura reguladora y otorga un mayor protagonismo al Banco de Inglaterra.

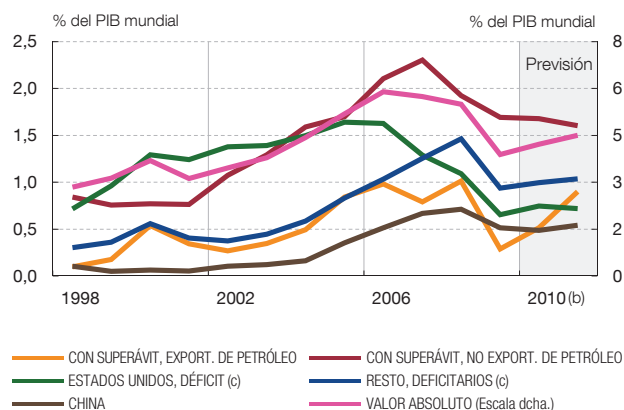
MEDIDAS DE APOYO AL SECTOR FINANCIERO



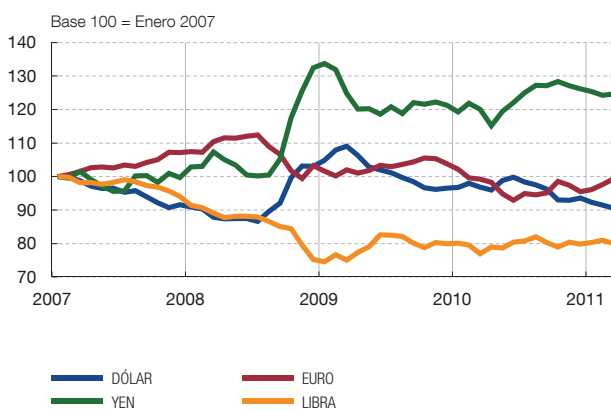
ENDEUDAMIENTO PRIVADO NO FINANCIERO



SALDO POR CUENTA CORRIENTE



TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES EN PAÍSES DESARROLLADOS (d)



FUENTES: Datastream, Goldman Sachs, estadísticas nacionales, Banco de España, Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra y Banco de Japón.

- a Como liquidez y financiación-BC se incluye el aumento desde junio de 2008 en los préstamos netos.
- b Previsiones del Fondo Monetario Internacional.
- c Signo cambiado.
- d Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.

4.2 PROCESOS DE DESAPALANCAMIENTO

Los elevados niveles de endeudamiento del sector privado en las principales economías avanzadas siguen siendo un lastre para la recuperación económica y un riesgo para la estabilidad financiera

Uno de los ajustes pendientes tras la crisis está ligado al excesivo endeudamiento del sector privado en las principales economías desarrolladas y al necesario proceso de desapalancamiento (véase gráfico 3.10). En Estados Unidos, Japón y Reino Unido — en contraste con el área del euro— la ratio de endeudamiento del sector privado no financiero tendió a reducirse durante 2010. En el caso de los hogares, la disminución refleja el incremento de la renta disponible, el mantenimiento de tasas de ahorro elevadas y la debilidad del crédito. En el sector corporativo, la caída fue el resultado, principalmente, de las subidas de precios de los activos financieros. No obstante, el proceso de desapalancamiento del sector privado está siendo lento, y es previsible que se prolongue durante varios años, en línea con la evidencia histórica. El mantenimiento de ratios de endeudamiento muy elevadas no solo frena la recuperación económica —al limitar el margen de expansión de la demanda privada—, sino que representa también un riesgo para la estabilidad financiera, por la posibilidad de que nuevos acontecimientos adversos deriven en procesos de impago, con repercusiones negativas para los acreedores.

	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO
Carácter y estado de la reforma	General: <i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i> . Aprobada, pendiente de desarrollo.	Reformas parciales, progresivas y de carácter segmentado. Enfoque actual marco institucional. Previsible aprobación de la legislación a mediados de 2011.
Coordinación estabilidad financiera	Financial Stability Oversight Committee (FSOC). Presidido y coordinado por el Tesoro.	Financial Policy Committee. Liderado por el Banco de Inglaterra.
Supervisión	Múltiples supervisores.	Supervisor de la solvencia separado de comportamiento de mercado (<i>Twin Peaks</i>).
Tratamiento entidades sistémicas	Mayores requisitos de capital y liquidez, refuerzo de la supervisión, nuevos regímenes de resolución, <i>living wills</i> y <i>stress tests</i> .	
Separación actividades	<i>Volcker Rule</i> y otros límites.	En estudio por la Comisión Independiente Bancaria.
Protección al consumidor	Agencia independiente adscrita a la Reserva Federal.	Agencia independiente.
Sistemas retributivos	Basados en principios: salarios diferidos y condicionalidad a rendimiento a medio plazo.	

FUENTE: Banco de España.

A ello se unen los problemas derivados del incremento del endeudamiento del sector público

A estos problemas de sobreendeudamiento del sector privado en las principales economías avanzadas se ha añadido el fuerte aumento de la deuda pública —15 pp del PIB en el agregado de estas economías desde 2008—, que ha compensado la reducción de la deuda privada. La tendencia al alza de la deuda pública está aún lejos de frenarse en la mayoría de países avanzados, y pone en evidencia los problemas de sostenibilidad fiscal y la necesidad general de consolidación en las economías avanzadas, más allá de los ajustes impuestos por la crisis soberana en Europa. Como se ha comentado en la sección 3.1, en países como Japón y Estados Unidos, la consolidación fiscal se ha retrasado, al quedar subordinada a las prioridades de corto plazo, y a pesar de que ambos países presentan también tendencias fiscales insostenibles en el largo plazo (véase gráfico 3.7). En definitiva, la necesidad de ajuste fiscal y la continuidad del desapalancamiento privado pesarán sobre las perspectivas de crecimiento de las economías avanzadas, en los próximos años.

4.3 LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y LA COORDINACIÓN INTERNACIONAL DE POLÍTICAS

Los desequilibrios globales se han ampliado en 2010, tras la importante corrección del año anterior

Tras la fuerte corrección registrada en 2009, los desequilibrios globales registraron una moderada ampliación a lo largo del año pasado, al hilo de la recuperación y del incremento del precio de las materias primas (véase gráfico 3.10). Esta ampliación se ha reflejado en el ligero aumento del valor absoluto de los saldos de las balanzas por cuenta corriente, hasta el 4,5 % del PIB mundial, muy inferior, en todo caso, a los valores previos a la crisis (en torno al 6 % en 2006). Entre los países con déficit, este aumentó ligeramente en Estados Unidos, hasta el 3,2 % del PIB, menos de la mitad de lo que suponía en 2006. Entre los países con superávit, destaca la ampliación del mismo en los países exportadores de petróleo; por el contrario, en China se redujo ligeramente, hasta el 5,2 % del PIB. Esta ampliación de los desequilibrios les ha vuelto a poner en el foco de las preocupaciones del G 20.

El G 20 se ha consolidado como el foro de coordinación de políticas económicas a nivel internacional...

La crisis financiera puso de manifiesto la complejidad de las interrelaciones entre economías y sistemas financieros, y la necesidad imperiosa de coordinación internacional de las actuaciones nacionales para lograr un crecimiento equilibrado y sostenible a medio plazo. El G 20 se ha consolidado como el principal foro para esta coordinación, apoyado en el protagonismo que tienen en él las economías emergentes, en consonancia con su mayor relevancia a nivel mundial (véase recuadro 3.1). En este contexto, la mitigación de los desequilibrios globales constituye uno de los principales objetivos. Además de reiterar la necesidad de un ajuste fiscal ordenado y gradual, el G 20 ha recomendado a los países con déficit por cuenta corriente medidas para estimular el ahorro y fomentar la competitividad. A los países con superávit, les ha instado a adoptar medidas para estimular las fuentes internas de crecimiento. Con intención de suscitar un mayor compromiso entre sus miembros, el G 20 ha articulado este debate en torno a un «proceso de valoración mutua» y acaba de definir un conjunto de indicadores de desequilibrios macroeconómicos para los países con mayor importancia global, sobre los que establecer valoraciones y recomendaciones de política.

... no obstante, el impulso a la coordinación se ha debilitado

Pese a la intensa actividad desplegada en torno al G 20, el impulso de coordinación se ha debilitado en el último año. Los diferentes ritmos de recuperación económica y las distintas prioridades domésticas han dado lugar a respuestas de política divergentes, como se ha analizado en la sección 3, que no siempre han sido bien acogidas por el resto de economías. En particular, el nuevo giro expansivo de la política monetaria en Estados Unidos actuó como detonante de importantes intervenciones en los mercados cambiarios por parte de países emergentes y de algunos desarrollados, como Japón o Suiza, y propició un mayor recurso a medidas administrativas y controles de capitales, que, en última instancia, corren el riesgo de segmentar los mercados financieros internacionales, actuando en contra del clima de concertación internacional.

En definitiva, los resultados de la coordinación internacional de políticas en el último año han sido ambiguos. Por una parte, se percibe cierta sensación de fatiga, tras los momentos de mayor tensión de la crisis económica, y una tendencia a la prevalencia de los intereses nacionales. Por otra parte, el G 20 se ha consolidado como foro de gobernanza económica mundial y mantiene una agenda intensa.

5 Perspectivas y riesgos

Las perspectivas económicas son de una continuación del crecimiento a un ritmo algo más moderado, con importantes riesgos a la baja, por la debilidad de los fundamentos en las economías desarrolladas...

El escenario central de perspectivas económicas para 2011 contempla la continuidad de la recuperación global, aunque a un ritmo más moderado que en 2010. De acuerdo con las previsiones más recientes del FMI, el crecimiento mundial en 2011 será del 4,4 %, medio punto inferior al de 2010, y se mantendrá la notable diferencia entre economías avanzadas y emergentes. Este escenario está sujeto a notables riesgos a la baja, particularmente en las economías desarrolladas, donde el pulso económico sigue apoyándose, en gran medida, en las políticas de estímulo monetario y fiscal. El crecimiento autosostenido de la demanda interna y, en particular, del consumo privado requiere una mejora significativa de los mercados laborales —que todavía resulta insuficiente, pese a los signos positivos observados en Estados Unidos, en los primeros meses de 2011—, y avanzar en el proceso de desapalancamiento. Por otra parte, no cabe descartar un despegue más intenso de la inversión productiva privada en Estados Unidos, por la fortaleza de los balances corporativos y la consolidación de la confianza.

... intensificados por la fragilidad de las finanzas públicas...

El deterioro de las finanzas públicas y su vinculación con la fragilidad de los sistemas financieros son otra fuente importante de riesgos. Los nuevos programas de estímulo fiscal en Estados Unidos han sostenido el crecimiento en el corto plazo, pero han postergado la consolidación fiscal, al tiempo que crecía la preocupación por la situación de las finanzas

de los Estados y entes locales, elementos que podrían erosionar la posición fiscal a largo plazo. En general, existe el riesgo de elevación brusca y sustancial del coste de financiación de la deuda pública en las economías desarrolladas, ante el desequilibrio entre la oferta y la demanda de estos títulos que se puede generar durante la recuperación. El aumento de los tipos a largo plazo podría tener un impacto negativo adicional sobre la demanda interna y la estabilidad financiera.

... en un contexto en el que la normalización y reconfiguración del sistema financiero sigue un curso lento

Por otra parte, a pesar de la mejoría de la situación financiera, el saneamiento de algunos sistemas bancarios aún no se ha completado, y la reconfiguración pendiente de la arquitectura financiera está condicionada por la puesta en marcha de reformas regulatorias nacionales y globales. El impacto de estos desarrollos sobre las condiciones de financiación y el flujo de crédito y, más en general, sobre la actividad es aún incierto.

El encarecimiento de las materias primas constituye una seria amenaza para el crecimiento global

Los riesgos más palpables en la coyuntura actual se derivan de la continuada tendencia al alza de los precios de las materias primas —en particular, el petróleo—, que se ha intensificado desde principios de 2011 por los conflictos en los países árabes. Aunque su impacto directo sobre la actividad pueda ser limitado, las posibles reacciones de política monetaria, ante un repunte acusado de la inflación, y su incidencia sobre la incertidumbre, en una coyuntura donde la confianza no está aún asentada, tendrían consecuencias más sustanciales. Además, se pueden acentuar los dilemas de política en las economías emergentes en las que se vislumbran riesgos de sobrecalentamiento, y de aumento de las vulnerabilidades financieras, aunque la incertidumbre asociada a unas mayores presiones inflacionistas podría reducir el atractivo de estas economías y mitigar la entrada de flujos. En todo caso, en una perspectiva de largo plazo, los mayores niveles de precios de las materias primas, inevitablemente asociados con una demanda creciente por parte de las economías emergentes, pueden limitar la capacidad de crecimiento global y su distribución por regiones.

Estos factores de riesgo requieren la instrumentación de políticas encaminadas a robustecer las perspectivas de crecimiento y la estabilidad financiera

En definitiva, aunque la recuperación de la economía mundial parece consolidarse, los obstáculos y los retos son notables, y los riesgos aparecen en diversos frentes, incluido el de la inflación. En este contexto, las políticas económicas encaminadas a robustecer las bases de crecimiento y la estabilidad financiera deben prevalecer sobre los estímulos de más corto plazo, aunque estos hayan sido vitales en los momentos más agudos de la crisis.

4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

1 Crisis de la deuda soberana en la UEM

La crisis de la deuda soberana ha originado una reforma de alcance del marco institucional y una profunda revisión de las prioridades de política económica

La crisis tiene su origen en la acumulación de importantes desequilibrios en algunos Estados miembros...

... pero evidenció también deficiencias en el diseño y en el funcionamiento de los mecanismos de coordinación de políticas, de prevención y de resolución de crisis en la UE y en la UEM

Los diferenciales soberanos se elevaron con distinta intensidad...

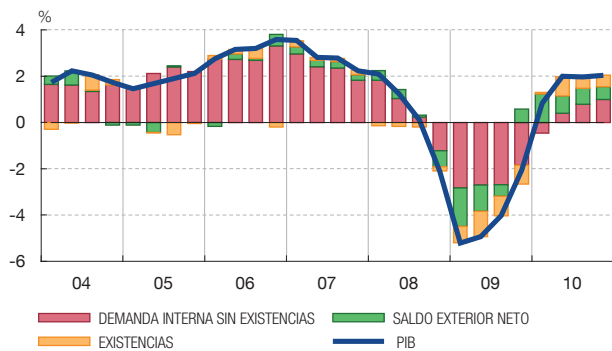
La recuperación económica prosiguió a lo largo del año pasado y la parte transcurrida de 2011, apoyada en la fortaleza de la economía mundial, el tono expansivo de la política monetaria y el estímulo procedente de la política fiscal en la primera parte del año (véase gráfico 4.1). No obstante, la UEM se enfrentó en 2010 a una severa crisis de deuda soberana, que afectó a varios de los países miembros y que ha supuesto una seria amenaza para la estabilidad del área. La gravedad de la situación ha hecho necesaria una sustancial reforma del marco institucional que sustenta la UEM, especialmente dirigida a los mecanismos de coordinación y de supervisión de las políticas económicas. Se ha realizado igualmente el papel de las políticas estructurales para conseguir mayor eficiencia en el uso de los factores productivos de las economías y restaurar una senda de crecimiento económico sostenido, lo que es imperioso en aquellos países que tienen que reabsorber los desequilibrios acumulados con anterioridad.

Las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en varios países miembros de la UEM, que están en el origen de la crisis de deuda soberana, fueron fruto de la confluencia de diversos factores. Las cuentas de las Administraciones Públicas sufrieron un notable deterioro como consecuencia de la actuación durante la crisis de los estabilizadores automáticos y el despliegue de medidas discrecionales de estímulo y, en algunos países, por la pérdida de los ingresos extraordinarios asociados al *boom* inmobiliario y la movilización de recursos públicos para estabilizar el sector bancario. Además, en algunos casos se partía ya de niveles muy altos de deuda pública, situación que se veía agravada por la existencia de pasivos contingentes elevados provenientes del previsible impacto que el progresivo envejecimiento de la población tiene sobre el sistema público de pensiones y, en varios países, por la incertidumbre acerca del retorno de los fondos invertidos en los procesos de reestructuración bancaria. Pero, al margen de estos desarrollos puramente fiscales, las perspectivas de crecimiento de algunas economías del área eran poco halagüeñas, debido a la acumulación de desequilibrios macroeconómicos en la década anterior, que se materializaron en elevados niveles de endeudamiento privado, pérdidas de competitividad sustanciales y elementos de fragilidad en los sistemas bancarios.

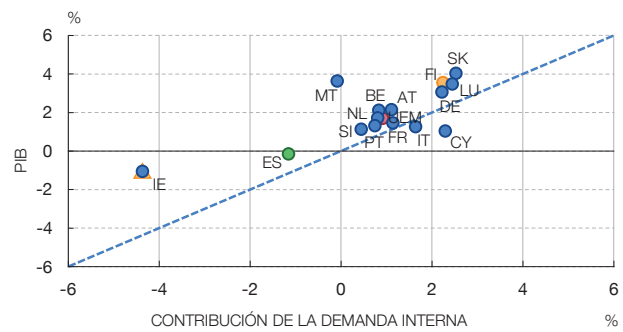
La crisis puso también de manifiesto fragilidades fundamentales en los instrumentos de coordinación y supervisión macroeconómica de la UEM, que se revelaron insuficientes para promover el grado necesario de disciplina y prestar la atención debida a los desequilibrios macrofinancieros que se gestaban en algunas economías y que habrían requerido actuaciones correctivas de política económica. Asimismo, se evidenció que las autoridades de la zona del euro no disponían de mecanismos formales de gestión y resolución coordinadas de crisis, lo que obligó a que se diseñara e instrumentara de forma apresurada la asistencia financiera que se requería. Ambos elementos adquieren una mayor relevancia en un contexto en el que, como la crisis actual ha demostrado, se han elevado sustancialmente la velocidad y la intensidad con que se propagan las perturbaciones entre los países del área: la drástica revaluación del riesgo soberano de un Estado se transformó rápidamente en un aumento de la percepción de vulnerabilidad de la banca, en un cambio en la valoración de la situación económica en otros países y en una crisis de confianza generalizada sobre la UEM.

La calificación crediticia de la deuda pública fue rebajada de manera general en los países más afectados y los diferenciales soberanos se elevaron súbitamente, si bien con distinta intensidad en función de la situación y las perspectivas fiscales y económicas de

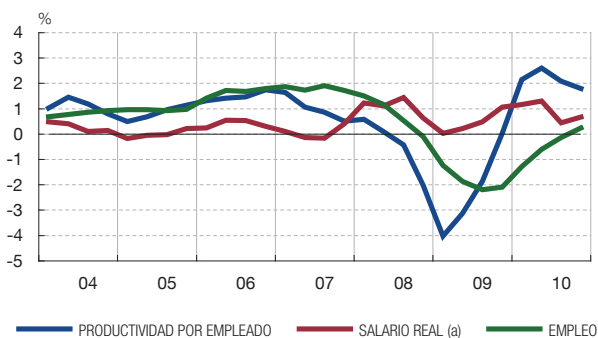
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE SUS COMPONENTES



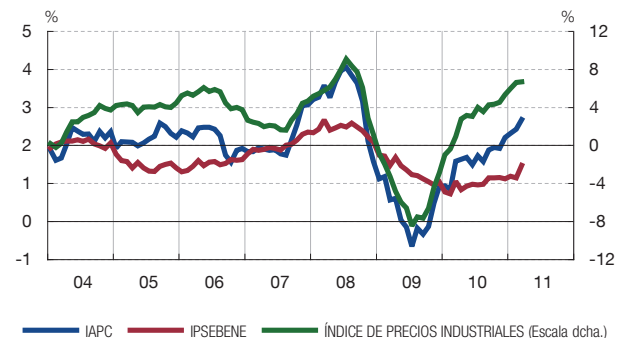
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA EN 2010



SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO E INDUSTRIALES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

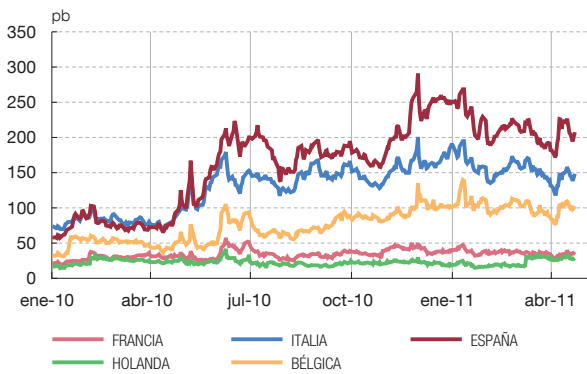
a Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

los países (véase gráfico 4.2). En el caso de la deuda pública griega, la rebaja de su calificación fue hasta grado especulativo y su diferencial con el *Bund* alemán sobrepasó los 1.200 puntos básicos (pb), a pesar de la ayuda financiera recibida en mayo. En Irlanda y en Portugal los tipos alcanzaron los 700 pb y los 600 pb, respectivamente, por encima de la referencia alemana. El deterioro en las primas de riesgo soberanas en España, Italia y Bélgica fue más acotado, pero significativo en algunos momentos, sobre todo en el primer caso.

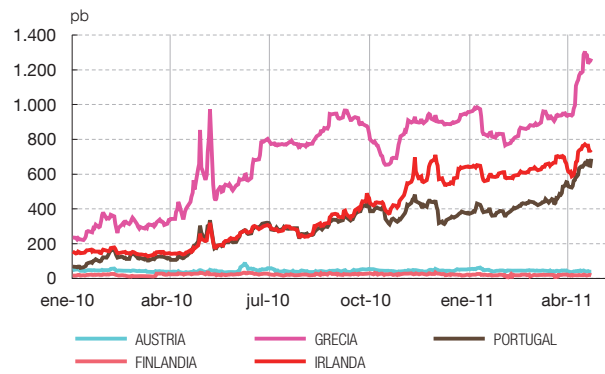
... y las tensiones se dejaron sentir en otros mercados financieros

Las tensiones afectaron también a otras variables financieras, en algunos casos de manera muy desigual por sectores y países. El tipo de cambio del euro se depreció más de un 10 % en términos efectivos nominales desde octubre de 2009 hasta finales de 2010, dentro de un contexto de alta volatilidad. El índice EUROSTOXX 50 se redujo un 6 % en el año y, salvo el DAX alemán, que se revalorizó más de un 16 %, las principales bolsas europeas experimentaron descensos intensos, particularmente en el sector financiero y en los países más golpeados por la crisis (véase gráfico 4.3). Además, la caída en el precio de los bonos públicos expuso al sector bancario de la UEM a pérdidas en sus carteras de activos para la venta, al tiempo que la mayor fragilidad percibida del sector público debilitaba la garantía explícita o implícita que este puede proporcionar al sistema financiero. Las entidades de los países más afectados vieron limitado el acceso a los mercados de financiación mayorista y afrontaron serios problemas de liquidez, teniendo que recurrir a los fondos del Eurosistema y, en casos

BONOS A DIEZ AÑOS



BONOS A DIEZ AÑOS



FUENTE: Eurostat.

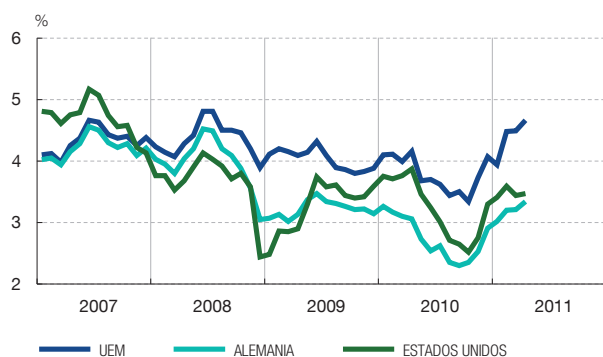
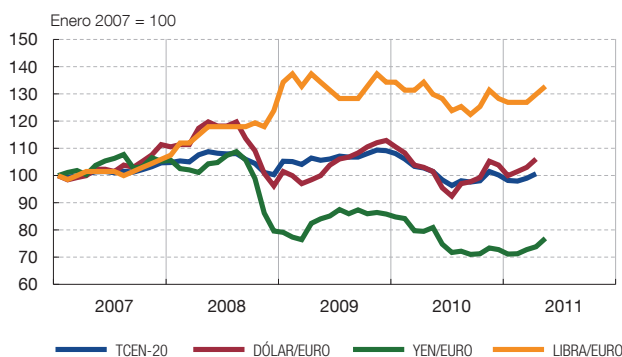
extremos, a la provisión urgente de liquidez del correspondiente banco central nacional. En cambio, las sociedades no financieras y, sobre todo, los hogares se vieron comparativamente menos afectados por estas tensiones, ya que apenas se trasladaron a la disponibilidad y coste de la financiación bancaria, aunque existió cierta heterogeneidad por países. En un contexto de notable debilidad de la demanda, la evolución del crédito siguió un patrón cíclico similar al observado históricamente.

La respuesta institucional de la UEM tuvo inicialmente un efecto disuasorio sobre las tensiones...

Tras la detección de graves deficiencias en la información estadística sobre las cuentas públicas y varios meses de vacilaciones y reticencias, Grecia solicitó, finalmente, asistencia financiera en mayo. La ayuda ascendió a 110 mm de euros, mediante un programa de préstamos bilaterales de los países de la UEM —de 80 mm de euros— y del FMI, sujeto a una estricta condicionalidad. Además, para reducir los riesgos de contagio se diseñó un nuevo dispositivo de asistencia financiera que, con unas condiciones asimilables a las del programa griego, estaría disponible hasta mediados de 2013 para cualquier miembro de la UEM que lo necesitase. Este dispositivo estaba integrado por el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), instrumento de la UE que podría movilizar hasta 60 mm de euros; por la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), con capacidad para otorgar préstamos con un aval máximo de 440 mm de euros de los Estados miembros de la zona del euro, y por la financiación del FMI hasta un 50 % de la cantidad dispuesta de la FEEF y del MEEF. El establecimiento de estos instrumentos, junto con el inicio de los trabajos para la mejora de la gobernanza europea, la publicación de pruebas de resistencia de la banca y el adelanto y refuerzo de los planes de consolidación fiscal con el firme compromiso de introducir reformas estructurales en algunos Estados miembros del área, aliviaron las tensiones durante el verano.

... pero el agravamiento de la situación del sector bancario y de las finanzas públicas irlandesas, y las dificultades para acordar un programa interno de ajuste económico en Portugal, ya en 2011, requirieron la activación de los nuevos mecanismos de ayuda

Sin embargo, la situación cambió cuando en Irlanda el deterioro patrimonial de la banca nacional desencadenó un nuevo episodio de tensiones. La sobredimensión de este sector en relación con el tamaño de la economía, la concentración de riesgo inmobiliario y la dependencia de la financiación mayorista hicieron que fuera extremadamente vulnerable a la crisis financiera internacional desde 2008, a la intensa recesión económica del país y al ajuste de su sector inmobiliario. Las circunstancias obligaron a activar los mecanismos de ayuda financiera a finales de noviembre, con un programa de asistencia por valor de 85 mm de euros, incluyendo los fondos que aportarían el propio Estado irlandés y los préstamos bilaterales de Reino Unido, Suecia y Dinamarca.

ÍNDICES BURSÁTILES
Fin de períodoDIFERENCIAL DE LOS BONOS CORPORATIVOS
Asset swap spread. Media mensualRENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS
Media mensualTIPOS DE CAMBIO DEL EURO
Fin de período

FUENTES: Banco Central Europeo y JP Morgan.

Más tarde, en abril de este año, Portugal también solicitó asistencia financiera a las instituciones europeas y al FMI. La parálisis institucional que protagonizó esta economía tras la dimisión de su Gobierno, al ser rechazado en el parlamento un nuevo plan de ajuste fiscal, atrajo hacia ella el foco de las tensiones. Previamente ya se habían puesto de relieve sus problemas para alcanzar los objetivos de consolidación fiscal, en un contexto en el que los desequilibrios competitivos acumulados durante los últimos años y el elevado endeudamiento de las empresas y de las familias dificultaban la consecución de un ritmo de crecimiento sostenido. El programa de asistencia aprobado en mayo asciende a 78 mm de euros, que se distribuirán a partes iguales entre la FEEF, el MEEF y el FMI, y, al igual que los anteriores, está sujeto a una estricta condicionalidad, con medidas de reforma estructural relativamente ambiciosas.

En marzo de 2011 se adoptaron cambios sustanciales en el marco institucional de la UEM, pero el área sigue enfrentada al mayor reto de su historia

Los episodios recurrentes de inestabilidad durante los primeros meses de 2011 se vieron alimentados también por la falta de determinación de los Gobiernos para clarificar algunos detalles de los mecanismos de asistencia presentes y futuros. En ese contexto, el Consejo Europeo sancionó en marzo las reformas legislativas en marcha para reforzar los mecanismos de coordinación y supervisión mutua de las políticas económicas nacionales y adoptó medidas significativas para avanzar en el diseño del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que comenzará a funcionar en julio de 2013. Asimismo, para reforzar el compromiso de los Gobiernos a la hora de instaurar políticas más favorecedoras del crecimiento y más coherentes con el entorno de integración financiera que se ha alcanzado en el

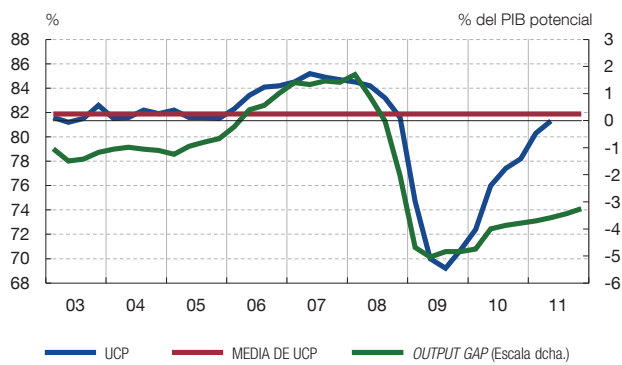
	2008	2009	2010	2010			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO (variación intertrimestral):							
Producto interior bruto	0,3	-4,1	1,7	0,4	1,0	0,4	0,3
Consumo privado	0,4	-1,1	0,8	0,3	0,2	0,2	0,4
Consumo público	2,3	2,5	0,7	-0,1	0,2	0,4	0,1
Formación bruta de capital fijo	-1,0	-11,2	-1,0	-0,2	2,1	-0,2	-0,5
Inversión privada no residencial	0,3	-14,9	0,7	0,7	2,5	0,4	0,8
Inversión residencial	-5,3	-10,7	-3,6	-0,6	0,7	-0,3	-0,2
Inversión pública	1,6	5,1	-3,4	-3,8	-0,1	-0,4	-1,5
Exportaciones	0,7	-13,1	10,9	3,0	4,5	2,1	1,5
Importaciones	0,6	-11,7	9,0	3,6	4,2	1,5	1,0
Contribuciones al crecimiento del PIB en puntos porcentuales:							
Demanda interna	0,5	-2,5	0,4	0,1	0,5	0,1	0,1
Variación de existencias	-0,2	-0,9	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1
Demanda externa	0,0	-0,7	0,8	-0,1	0,2	0,3	0,4
PRECIOS Y COSTES (variación interanual):							
Precios de consumo (media anual)	3,3	0,3	1,6	1,1	1,6	1,7	2,0
Deflactor del PIB	2,1	1,0	0,8	0,5	0,8	1,1	1,0
Costes laborales unitarios	3,7	3,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,2
Remuneración por asalariado	3,2	1,4	1,7	1,6	2,1	1,5	1,6
Productividad del trabajo	-0,4	-2,3	2,2	2,2	2,6	2,1	1,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% del PIB):							
Gastos totales	46,9	50,8	50,4				
Gastos corrientes	43,1	46,6	46,4				
Inversión pública	2,6	2,8	2,7				
Ingresos totales	44,8	44,5	44,4				
Déficit (-) / superávit (+) primario	1,0	-3,5	-3,2				
Déficit (-) / superávit (+)	-2,0	-6,3	-6,0				
Deuda pública	69,9	79,3	85,1				
MERCADO DE TRABAJO:							
Empleo total (variación intertrimestral)	0,8	-1,8	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,2
Paro (% de población activa)	7,7	9,5	10,1	10,0	10,1	10,1	10,0
BALANZA DE PAGOS (% del PIB)							
Cuenta corriente	-1,4	-0,3	-0,4	-0,8	-0,8	-0,3	0,2
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO:							
Hogares (% de la RBD)	95,6	97,4	98,7	97,3	98,4	98,4	98,7
Sociedades no financieras (% del EBE)	494,4	555,5	538,1	554,3	549,4	545,8	538,1

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y OCDE.

seno de la UEM, los Jefes de Estado y de Gobierno de la UEM decidieron establecer el Pacto del Euro Plus. De este modo, quedaba prácticamente configurado el nuevo marco de gobernanza reforzado, que, a medio plazo, reducirá la probabilidad de que se repitan situaciones como la actual y dota al área de las herramientas necesarias para, en caso de que ocurran, gestionarlas eficazmente.

No obstante, a más corto plazo, los diferenciales de riesgo soberano han seguido estando sujetos a fuertes vaivenes, reflejo de las complejidades que plantea la situación en Irlanda, en Portugal y, fundamentalmente, en Grecia. Las dificultades que se han revelado para cumplir

UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA Y OUTPUT GAP



TASA DE PARO Y NAIRU



FUENTES: Comisión Europea y OCDE.

con los calendarios previstos en su programa están enfrentando al área a un reto sin precedentes en su corta historia, que requiere un esfuerzo importante para alejar del debate la posibilidad de escenarios traumáticos imprevisibles para el proyecto común europeo.

2 Evolución macroeconómica: consolidación de la recuperación

En 2010 se afianzó la recuperación en el área del euro, apoyada en el comercio exterior y en el cambio de ciclo de la variación de existencias...

A lo largo de 2010 continuó en el área del euro la recuperación de la actividad económica iniciada a mediados del año anterior, de modo que el PIB creció un 1,7 %, tras el retroceso del 4,1 % en 2009. Como se observa en el cuadro 4.1, las exportaciones de bienes y servicios avanzaron notablemente, tras el desplome registrado el año anterior, gracias al impulso del comercio mundial, mientras que el incremento fue algo más contenido en el caso de las importaciones, en línea con su menor retroceso en la etapa recesiva. Por ello, la contribución de la demanda exterior neta fue muy positiva, la mayor desde el inicio de la UEM. La aportación de la variación de existencias fue también elevada en términos históricos.

... mientras que la demanda interna mostró un crecimiento más tenue

La demanda interna se recuperó también, aunque de forma más débil. Entre sus componentes, destaca por su importancia relativa el consumo privado, que aumentó a pesar de la reducción experimentada por la renta disponible, impulsado por el avance de la riqueza financiera y no financiera y por la mejora de las expectativas sobre la situación económica. La consolidación fiscal en los países del área se tradujo en una notable desaceleración del consumo público y en una fuerte caída de la inversión pública. Por último, se registró un repunte de la inversión de las empresas, favorecida por la expansión de la demanda final, mientras que la inversión residencial cayó por tercer año consecutivo, ya que todavía no ha concluido el ajuste del sector inmobiliario en algunos países del área.

El empleo se estabilizó

Aunque en el conjunto de 2010 el empleo en la UEM registró un ligero retroceso, su evolución a lo largo del año mostró una tendencia a estabilizarse a medida que las horas trabajadas fueron recuperando los niveles previos a la crisis (véanse gráficos 4.1 y 4.4, y recuadro 4.1). No obstante, la tasa de paro volvió a incrementarse, con una concentración del desempleo entre los jóvenes y los parados de larga duración, lo que implica una pérdida de capital humano.

Las divergencias en la evolución de la actividad entre los países del área han sido muy marcadas

Por países, se registraron diferencias significativas en la evolución de la actividad, con un incremento vigoroso del PIB en Alemania y caídas significativas en Grecia y en Irlanda, como consecuencia del desplome generalizado de los componentes de su demanda interna, asociado, en gran medida, a los bajos niveles de confianza y a la aplicación

Durante la reciente crisis económica y financiera, la destrucción de empleo en el conjunto de la UEM ha sido, en relación con la caída de la actividad observada, menor que en el pasado (véase cuadro adjunto). Sin embargo, esta evolución agregada esconde comportamientos muy heterogéneos. En Austria, Bélgica y Alemania, a pesar de la contracción sufrida en la actividad, los retrocesos del empleo han sido muy limitados o incluso nulos, en contraste —sobre todo, en Alemania— con la experiencia de la crisis de comienzos de los noventa. En el extremo opuesto, España e Irlanda destacan no solo por la sobre-reacción que ha registrado el empleo a la caída de la actividad, con retrocesos del número de trabajadores superiores al 8 %, sino también por la mayor duración del período de destrucción de empleo (véase gráfico 3).

La heterogeneidad que ha mostrado la respuesta del empleo a la caída de la actividad parece responder a una combinación de tres factores¹: el carácter idiosincrásico que ha tenido la recesión en algunos países, más allá de la perturbación financiera global; la propia estructura de los mercados laborales nacionales, y las distintas respuestas de política económica que han implementado los Gobiernos.

En España y en Irlanda la contracción de la actividad ha venido acompañada de una perturbación específica del sector inmobiliario. Así, en Irlanda, el retroceso del sector de la construcción habría explicado directamente la mitad de la destrucción de empleo (véase gráfico 1), con una disminución, a lo largo del período de crisis, de más de 4 pp en el peso que este sector tiene en la fuerza laboral del país. Por su parte, en España, el 40 % de los puestos de trabajo que se han destruido se desempeñaban en la construcción², cuando este sector representaba un 12 % del empleo total de la economía al comienzo de la crisis.

El marco legislativo del mercado de trabajo de cada país también ha desempeñado un papel relevante a la hora de limitar o potenciar la magnitud de la contracción del empleo³. En línea con la literatura económica, aquellos países con mayor estabilidad en los contratos, asociada a mayores costes de despido, así como con unos sistemas de negociación colectiva más flexibles, han registrado una evolución más contenida de la destrucción de empleo. Este efecto positivo del marco institucional sobre los incentivos a mantener empleo ha sido especialmente relevante en aquellos

países con mayor demanda de fuerza laboral cualificada y en los que, por tanto, los costes potenciales para la empresa de despedir trabajadores son mayores. Este ha sido el caso de Alemania y de Austria, donde, a pesar de que en las nuevas generaciones que se incorporan al mercado laboral la proporción de trabajadores cualificados es cada vez mayor, la inversión de la pirámide poblacional hace que, en términos absolutos, estos no sean suficientes para reemplazar a los salientes (véase gráfico 2, donde la cualificación se aproxima por nivel de educación).

Finalmente, todos los Gobiernos de la zona del euro han llevado a cabo nuevas medidas de política económica, o han reforzado las existentes, con un doble fin. Por un lado, el de estimular la demanda de empleo, ya sea a través de políticas específicas de empleo —programas de reducción de horas trabajadas, reducción de las cotizaciones sociales—, o a través de los programas de estímulo fiscal —reducción de impuestos directos, creación de empleo público, ayudas a determinados sectores, como el del automóvil—. Por otro lado, el de mitigar los efectos adversos de las situaciones de desempleo —programas de formación, refuerzo de las agencias de búsqueda de empleo, aumento de los subsidios de desempleo—. Sin embargo, la coyuntura y el marco estructural de cada país han propiciado que determinados Gobiernos hayan recurrido más intensamente a uno o a otro tipo de medidas. Así, países como Alemania, Bélgica o Italia han reforzado en mayor medida sus programas de sostenimiento del empleo mediante la reducción de la jornada, lo que se ha reflejado en la contracción sufrida en las horas trabajadas por empleado —hasta el 4 % en Alemania y el 2 % en Italia y Bélgica—. Por su parte, en países con perturbaciones más específicas, el esfuerzo gubernamental se ha dirigido hacia el complemento de rentas a los desempleados, la actualización de la formación de los desempleados o el fomento de nuevas actividades.

En definitiva, la heterogeneidad de la respuesta en términos de empleo que han mostrado los distintos países de la UEM ante la reciente contracción de la actividad ha puesto de manifiesto la importancia que tiene, dentro de una unión monetaria, un mercado de trabajo institucionalmente flexible. Encaminarse hacia modelos de negociación salarial que permitan un ajuste flexible ante cambios en la situación coyuntural de las empresas, modelos de contratación que fomenten la inversión en el capital humano de los trabajadores, y sistemas educativos que potencien la adaptabilidad y movilidad de los futuros trabajadores se ha convertido en una pieza clave, no solo para amortiguar los efectos negativos de una recesión, sino también para impulsar la recuperación de la actividad. En este sentido, aquellos países que mejor resistieron la recesión en términos de empleo —Alemania, Austria, Bélgica y Francia— son los que ya han empezado a registrar los primeros signos de creación de empleo en el año 2010 (véase gráfico 3).

1 Véase *OECD Employment Outlook 2010*.

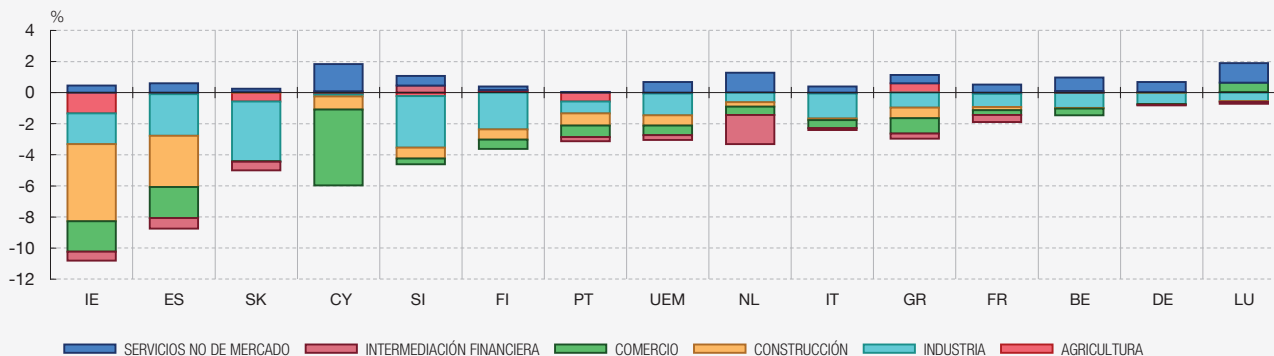
2 En el *Boletín Económico* de diciembre de 2010 se estima que la contracción de la inversión en vivienda explicaría el 60 % del empleo destruido durante la crisis en España, si se tienen también en cuenta los efectos arrastre sobre el resto de sectores de la economía.

3 Véanse capítulo 3 del *IMF World Economic Outlook April 2010* y el *Final Report of the Wage Dynamics Network* del BCE (diciembre de 2009).

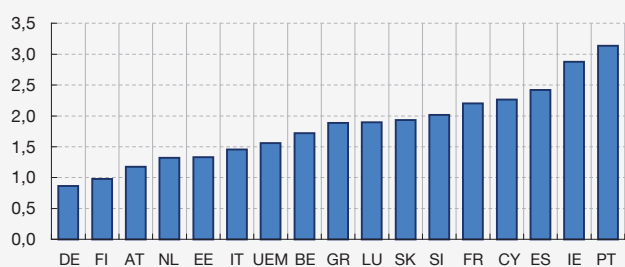
VARIACIÓN Y ELASTICIDAD DEL EMPLEO

	Variación del empleo (%) (d)		Elasticidad del empleo al PIB (b)	
	Crisis III TR 2008 - I TR 2010		Crisis I TR 1992 - II TR 1993	Crisis I TR 2008 - II TR 2009
Irlanda	-10,3		0,5	1,0
España	-8,1		1,8	1,7
Finlandia	-3,2		2,8	0,3
Portugal	-3,1		0,8	0,6
UEM	-2,4		1,0	0,3
Holanda	-2,0		1,1	0,1
Italia	-2,0		1,0	0,2
Grecia (a)	-1,8		n.d.	0,2
Francia	-1,4		0,5	0,1
Austria (a)	-1,0		n.d.	0,3
Bélgica	-0,5		0,5	-0,1
Alemania	-0,1		1,0	0,0

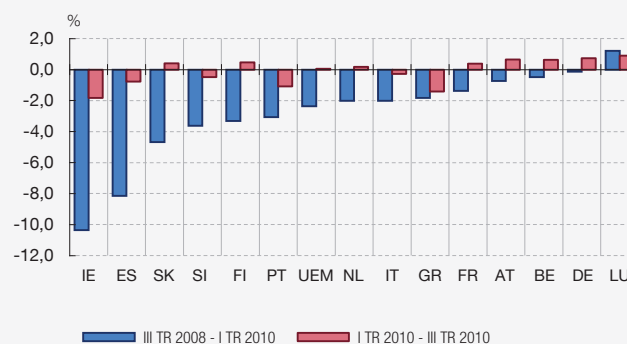
1 CONTRIBUCIÓN SECTORIAL A LA DESTRUCCIÓN DE EMPLEO. III TR 2008 - I TR 2010 (c)



2 POBLACIÓN ACTIVA CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS EN 2010. RATIO ENTRE EL TAMAÑO DE LA COHORTE 25-34 AÑOS Y LA COHORTE 50-59 AÑOS (c)



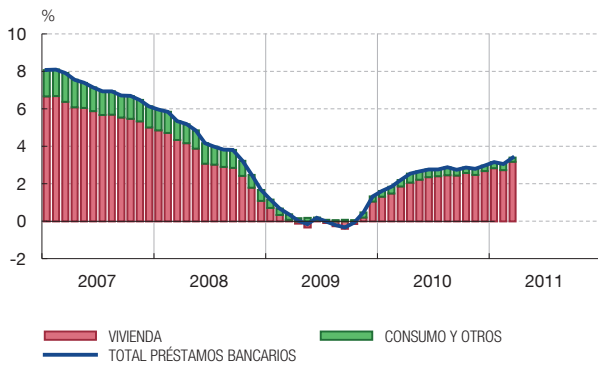
3 DESTRUCCIÓN Y CREACIÓN DE EMPLEO EN LA UEM POR PAÍSES (d)



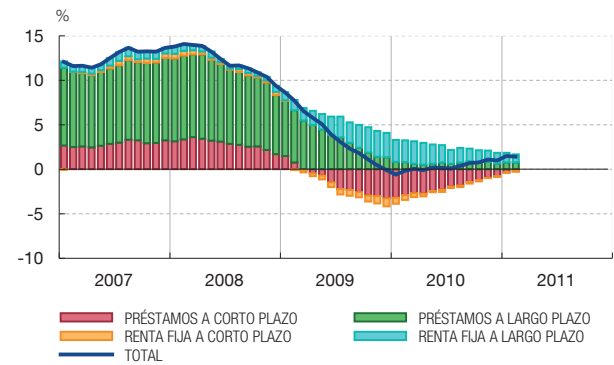
FUENTES: OCDE y Eurostat.

- a Los datos para Austria y Grecia proceden de Eurostat y solo están disponibles hasta el cuarto trimestre de 2009.
- b Las etapas contractivas están definidas como el período entre el último trimestre de crecimiento intertrimestral positivo de la actividad en el conjunto de la UEM y el último trimestre de descenso intertrimestral.
- c Un valor de la ratio inferior a 1 significa que la población activa con estudios universitarios de entre 50 y 59 años de edad es más numerosa que el grupo homólogo de entre 25 y 34 años. Este es el caso de Alemania y de Finlandia. En el extremo opuesto estaría Portugal, donde la población activa con estudios universitarios de entre 25 y 34 años triplica al grupo homólogo de entre 50 y 59 años de edad.
- d La variación del empleo se ha computado desde el último trimestre de crecimiento intertrimestral positivo del empleo en el conjunto de la UEM y el último trimestre de descenso intertrimestral.

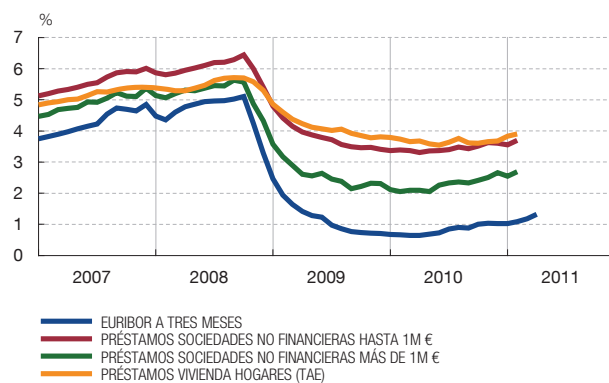
FINANCIACIÓN A HOGARES
Crecimiento interanual y contribuciones



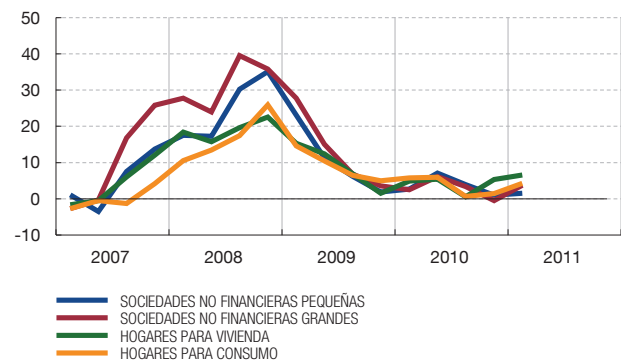
FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Crecimiento interanual y contribuciones



TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS



ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS
Endurecimiento de las condiciones de oferta (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

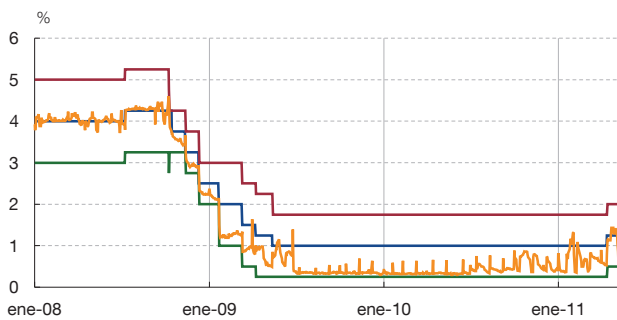
a Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente los criterios $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado en cierta medida los criterios $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado considerablemente los criterios $\times 1$.

de políticas fiscales muy restrictivas necesarias para restaurar la sostenibilidad fiscal y la confianza de los mercados. El mayor dinamismo de la economía alemana se basó, en parte, en la expansión de las exportaciones, propiciada por el robusto crecimiento de la economía mundial, pero también por los procesos de reestructuración empresarial y reformas estructurales acometidos en la última década, que se han traducido en mejoras de su competitividad. Además, su demanda interna mostró una recuperación comparativamente intensa, debido al dinamismo de la inversión en equipo, impulsada por las ventas al exterior, y del consumo público, ya que sus necesidades de ajuste fiscal fueron menores.

La inflación repuntó, afectada por el rebrote de los precios de las materias primas

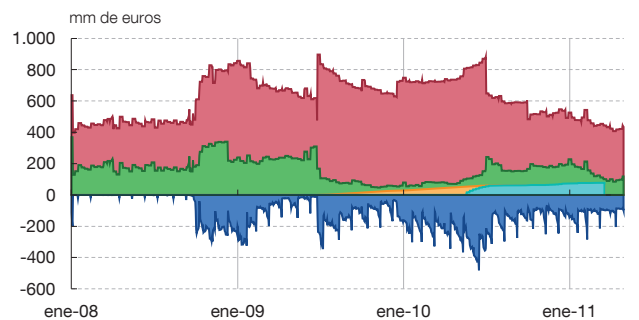
Desde el inicio de 2010, la evolución del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) estuvo condicionada por el fuerte repunte de sus componentes energético y alimenticio, ligado al progresivo aumento de las cotizaciones de las materias primas. Esa tendencia se intensificó a partir de finales de año, como consecuencia del repunte del precio del petróleo originado por los episodios de inestabilidad política en algunos países productores de crudo, de modo que la inflación alcanzó el 2,8% en abril de 2011, desde el 1% registrado en enero de 2010 (véase gráfico 4.1). La tasa de variación interanual de los precios de los componentes más estables del IAPC —servicios y bienes industriales no energéticos— se mantuvo en niveles reducidos, que se explican por la persistencia de un elevado grado de holgura económica en el área y la moderación salarial, que han compensado los incrementos de

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EONIA



— OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN — FACILIDAD DE CRÉDITO
 — FACILIDAD DE DEPÓSITO — EONIA

OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA Y PROGRAMAS DE COMPRAS DE VALORES



— FACILIDAD DE DEPÓSITO — OPERACIONES A LARGO PLAZO
 — OPERACIONES PRINCIPALES — COMPRAS DE COVERED BONDS
 — PROGRAMA PARA EL MERCADO DE VALORES

FUENTE: Banco Central Europeo.

la imposición indirecta y la recuperación de los márgenes empresariales, tras su fuerte caída durante el período recesivo.

Los préstamos al sector privado se expandieron de manera contenida

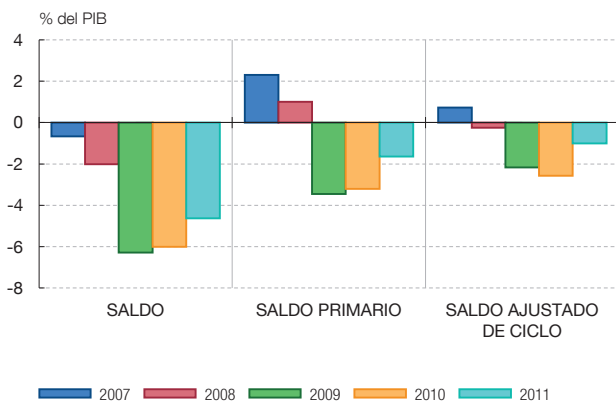
En este contexto, y con cierta heterogeneidad por países, los préstamos tanto a hogares como a empresas no financieras mostraron una suave tendencia de recuperación, que ha proseguido en el presente año, mientras que los criterios de oferta para la aprobación de préstamos mantuvieron el tono restrictivo acumulado en el pasado (véase gráfico 4.5). Este incremento de la financiación, junto con la atonía en las rentas de estos sectores, provocó que la ratio de endeudamiento de los hogares se elevara ligeramente, mientras que la de las empresas experimentó una leve corrección a la baja (véase cuadro 4.1).

3 El papel de las políticas económicas de demanda: reacción y limitaciones

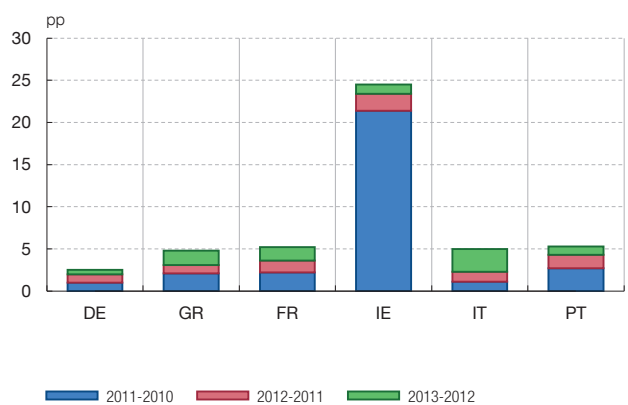
La capacidad expansiva de las políticas de demanda se fue desvaneciendo. La política monetaria mantuvo el tono expansivo y un conjunto amplio de medidas no convencionales

A lo largo de 2010 se puso de manifiesto que las políticas expansivas de demanda desplegadas en toda su intensidad para combatir la crisis financiera en el período anterior habían alcanzado sus límites de actuación. La política monetaria prolongó su orientación expansiva, en un contexto de ausencia de presiones inflacionistas a medio plazo y de crecimiento lento. El Consejo de Gobierno del BCE mantuvo el tipo de interés oficial en el 1% hasta su reunión del 7 de abril, en la que decidió elevarlo 25 pb (véase gráfico 4.6). Por otra parte, la situación en los mercados hizo que el Eurosistema fuera extendiendo la vigencia de las subastas de liquidez con adjudicación plena de las cantidades demandadas. Los préstamos extraordinarios a seis y a doce meses introducidos en los momentos de mayor tensión en los mercados financieros fueron venciendo sin que se generaran fricciones, dando lugar a una reducción de la liquidez bruta. Asimismo, el programa de adquisición de *covered bonds* (cédulas hipotecarias en el mercado español) culminó en junio tras la compra escalonada de 60 mm de euros. Esta medida había sido establecida en 2009 para paliar las distorsiones que la crisis ocasionó en este segmento del mercado y evitar, así, una repercusión sobre el flujo y los tipos de interés del crédito otorgado por los bancos. En esta misma línea, las fuertes tensiones en algunos mercados de deuda pública y su impacto negativo sobre el mecanismo de transmisión llevaron a poner en marcha en mayo de 2010 el Programa para el Mercado de Valores, concentrado en la compra esterilizada de bonos públicos en los mercados secundarios de los países más afectados. En los primeros meses de vigencia del programa, las adquisiciones ascendieron a 60 mm de euros. Más adelante, las compras

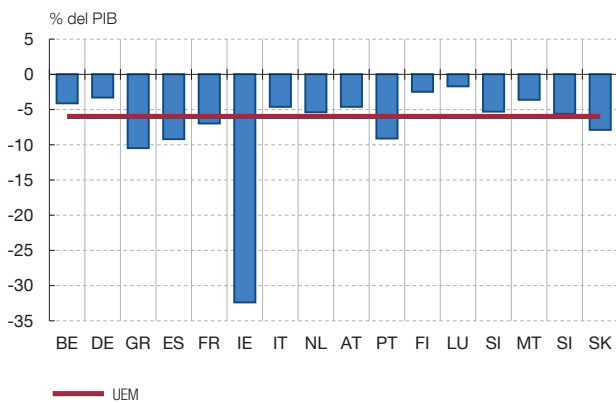
SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)



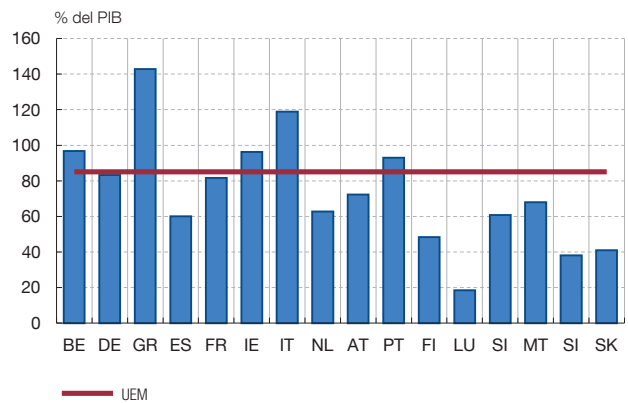
VARIACIÓN PREVISTA DEL SALDO PRESUPUESTARIO (b)



SALDO PRESUPUESTARIO EN 2010



DEUDA PÚBLICA EN 2010



FUENTE: Programas de Estabilidad y Convergencia, Comisión Europea.

- a Previsión de la CE para 2011.
- b Programas de estabilidad elaborados en 2010.

La política fiscal contribuyó a la recuperación, pero inició un cambio de rumbo hacia la consolidación fiscal...

se reactivaron, por importes menores, y la cartera adquirida se elevaba a algo más de 76 mm de euros a finales de abril.

En el año 2010, en el conjunto del área, la política fiscal siguió contribuyendo de manera determinante a la recuperación de la actividad económica, mediante la actuación de los estabilizadores automáticos y el apoyo al sistema bancario. No obstante, desde los primeros meses del año las medidas discrecionales de estímulo de la demanda y de apoyo al mercado de trabajo desplegadas a lo largo de 2009 fueron desapareciendo y la situación de déficit excesivo de la mayoría de los países del área obligó a establecer planes de consolidación a medio plazo, en un contexto en el que la recuperación económica comenzaba a afianzarse. Este cambio de rumbo de la política fiscal propició que el déficit de la UEM se mantuviera prácticamente estabilizado, en relación con el año anterior, situándose en el 6 % del PIB, aunque ello representa un deterioro de casi 6 puntos porcentuales (pp) respecto a 2007. Por su parte, el déficit ajustado de ciclo apenas aumentó frente al incremento de 1,8 pp registrado el año anterior (véase gráfico 4.7). La ratio de deuda del conjunto del área alcanzó el 85,4 % del PIB, un nivel históricamente muy elevado.

... intensificado por la crisis de la deuda soberana, que obligó a que algunas economías adelantaran sus planes de consolidación fiscal

Las tensiones en los mercados de deuda soberana en abril y en mayo pusieron el foco de atención sobre los riesgos inherentes a una situación generalizada de déficits excesivos y obligaron a tomar medidas correctivas decididas y relativamente rápidas para atajar las dudas de los inversores sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. De este modo, la crisis de deuda soberana provocó no solo la necesidad de abandonar el enfoque expansivo con el que la política fiscal había respondido en Europa a los primeros embates de la crisis financiera internacional, sino también una cierta urgencia por revertirlo para reducir los tipos de interés a largo plazo (a través de la reducción de la prima de riesgo), liberando espacio para que el gasto privado recupere dinamismo y contribuya a la reactivación de la actividad. La primera economía en intensificar sus esfuerzos fue Grecia, como contrapartida de la concesión de ayuda financiera. Tras la reunión extraordinaria del ECOFIN de principios de mayo, España introdujo medidas de consolidación complementarias a las contempladas en sus programas de estabilidad y adelantó algunas de las que había previsto para 2011. En los meses finales del año, fue Irlanda la que, tras reconocer un déficit próximo al 32 % del PIB en 2010, ligado en buena medida al coste de las operaciones de rescate bancario, tuvo que elaborar un plan de consolidación fiscal. Y Portugal adoptó también paquetes de medidas adicionales en distintas ocasiones. Las restantes economías diseñaron programas de austeridad que, con carácter general, han comenzado a aplicarse este ejercicio. De acuerdo con los planes de consolidación establecidos, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas en la UEM disminuya hasta casi un 4 % del PIB en 2011, situándose por debajo del 3 % en 2013.

4 Revisión de la gobernanza europea y otras iniciativas de política económica

La crisis ha puesto de manifiesto debilidades estructurales en la arquitectura institucional de la UEM

Las turbulencias en los mercados de deuda soberana han puesto de manifiesto debilidades estructurales en la arquitectura institucional de la Unión Monetaria, a las que se prestó insuficiente atención durante los años de expansión y que ahora plantean un desafío sin precedentes para la estabilidad del área. Desde el comienzo de la UEM, se consensuó un esquema de gobernanza económica basado en el principio de subsidiariedad, de acuerdo con el cual cada Estado mantenía la soberanía de las decisiones de política económica distintas de la monetaria, si bien quedaban sujetas a mecanismos de coordinación más o menos estrictos, que trataban de reducir las externalidades negativas que las medidas introducidas en una economía pueden tener sobre el resto de los países del área. En el caso de las políticas fiscales, se estableció el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para mantener la disciplina presupuestaria, mientras que las políticas macroeconómica y estructural quedaban sujetas a mecanismos de coordinación más laxos, basados en una vigilancia mutua (*peer review*). Este marco ha resultado insuficiente para lograr la consistencia de las políticas económicas necesaria en una unión monetaria. Por un lado, el PEC no ha sido capaz de promover un saneamiento sostenido de las cuentas públicas durante la fase de expansión, que permitiera disponer de un margen de maniobra suficiente para afrontar la etapa recesiva. La discrecionalidad existente en la aplicación de este procedimiento consintió que muchos de los países de la UE incumplieran de manera reiterada los umbrales de déficit y de deuda establecidos, sin que se pusiera en marcha ningún mecanismo efectivo para revertir la situación (sanciones o incentivos de cualquier otro tipo). Fuera del ámbito fiscal, en numerosas economías se fueron gestando niveles de endeudamiento privado altos, pérdidas de competitividad sustanciales y debilidades de los sistemas bancarios a los que no se prestó la atención debida. Tampoco se disponía de instrumentos de asistencia financiera que permitieran canalizar de una manera rápida y transparente ayudas financieras a los países que las pudiesen necesitar como parte de un proceso ordenado de gestión de crisis. Y todo ello en un contexto de integración comercial y financiera de dimensiones sin precedentes, que ha elevado notablemente la velocidad y la potencia con las que las dificultades se propagan de unas economías a otras.

Está en marcha un proceso de reforma de alcance de la gobernanza, centrado en tres frentes

Las instituciones y los Gobiernos europeos decidieron acometer una profunda revisión de este régimen de gobernanza para corregir los problemas detectados y evitar que vuelvan a producirse situaciones similares. Con este propósito, en la primavera de 2010 se creó el «Grupo Especial de Van Rompuy», con el mandato de estudiar cómo dotar de mayor solidez a la arquitectura de la UEM. Este grupo de trabajo contó con la participación de la CE, del BCE y de todos los Estados miembros de la UE. La revisión del marco institucional que se ha puesto en marcha a raíz de las conclusiones del grupo se centra en tres áreas fundamentales: el fortalecimiento del PEC para aumentar la disciplina fiscal, una mejor supervisión de los desequilibrios macroeconómicos y la creación de un mecanismo permanente para la gestión de crisis. Aunque todavía hay aspectos que pueden experimentar cambios en el proceso de aprobación en el Parlamento Europeo, que deberá concluir en junio de 2011, los elementos fundamentales están ya bien definidos.

El fortalecimiento de la disciplina fiscal a través de la reforma del PEC

En el ámbito fiscal, la reforma otorga una mayor relevancia al criterio de la deuda pública, tal y como contemplaba originalmente el PEC. Por un lado, se propone una senda de ajuste más rápida hacia los objetivos a medio plazo para los países con un nivel de deuda superior al 60 % del PIB y, por otro, se establece que, en los casos en que se supera dicho umbral, se abrirá un procedimiento de déficit excesivo (PDE) o no se cerrará uno ya abierto, aunque el déficit sea inferior al 3 % del PIB, si la ratio de deuda sobre PIB no se está reduciendo de un modo satisfactorio. Además, se refuerzan los incentivos para lograr un mayor grado de cumplimiento por parte de los Gobiernos, al introducirse un sistema de sanciones más amplio y transparente, que se activarían en una fase más temprana. También se trata de conseguir un mayor automatismo en la aplicación de esas sanciones mediante el procedimiento de voto inverso, que supone una aprobación automática de las propuestas de la Comisión, salvo rechazo en plazo de una mayoría cualificada de los Gobiernos. Además, se propone una reforma de los marcos fiscales nacionales que incluye la necesidad de que la contabilidad, las estadísticas y las prácticas de previsión se adapten a las normas de la UE, de que se adopte una planificación fiscal plurianual para garantizar los objetivos a medio plazo acordados, del establecimiento de reglas que limiten la expansión del gasto público y del endeudamiento, y de la creación de consejos fiscales independientes que supervisen el diseño y la ejecución de la política presupuestaria.

Se introduce un nuevo procedimiento para supervisar y corregir los desequilibrios macroeconómicos

La reforma introduce un nuevo marco para la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos excesivos, incluyendo un mecanismo de alerta temprana capaz de detectarlos con suficiente antelación, para evitar que puedan poner en peligro la estabilidad financiera de la UEM. En su vertiente preventiva, este nuevo mecanismo tratará de identificar los países con un riesgo potencial de «desequilibrio excesivo», utilizando un conjunto de indicadores económicos, complementado por el análisis de expertos. El procedimiento de desequilibrio excesivo se abrirá cuando se considere que el desajuste alcanza una magnitud excesiva, recomendará al país en cuestión la adopción de una serie de medidas correctivas en un plazo determinado y podría concluir con la imposición de sanciones si se incumplieran de manera reiterada las recomendaciones.

Y se crea un mecanismo permanente para la gestión y resolución de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad

El fortalecimiento de los instrumentos de supervisión fiscal y macroeconómica minimizará la posibilidad de que en el futuro se gesten vulnerabilidades que puedan poner en peligro la estabilidad de la UEM. Sin embargo, no es razonable pensar que este o cualquier otro marco es capaz de anular esa probabilidad. El tercer pilar de la reforma, por tanto, descansa en el establecimiento de un mecanismo permanente de gestión de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que entrará en vigor a mediados de 2013 sustituyendo a la FEEF. Su introducción ha requerido una modificación del artículo 136 del Tratado de la UE, dejando intacto el artículo 125, referido a la

cláusula de prohibición de rescates o *no bail out*. Este mecanismo estará dotado con una capacidad efectiva de préstamo de 500 mm de euros y tendrá como finalidad proporcionar fondos a las economías solventes que se enfrenten a problemas de liquidez, bajo una condicionalidad estricta y a tipos de interés no concesionales. La asistencia financiera se instrumentará, normalmente, a través de préstamos y, en casos excepcionales, mediante compras de deuda en el mercado primario, sin llegar por tanto a alcanzar la flexibilidad operativa que proponía el Eurosistema. En los casos excepcionales de insolvencia, el mecanismo facilitará un proceso de reestructuración ordenada de la deuda, que se afrontará caso por caso, mediante la negociación con los acreedores privados.

En enero de 2011 se inició el Semestre Europeo, para la coordinación de las distintas políticas económicas

Para facilitar una mejor coordinación de las distintas decisiones de política económica en este nuevo marco, se acordó establecer el Semestre Europeo, que se desarrollará durante los primeros seis meses de cada año y que concluirá con el establecimiento de recomendaciones específicas para cada país en los ámbitos fiscal, macroeconómico y estructural. En enero de este año, la CE presentó su *Informe Anual de Crecimiento*, que contiene una hoja de ruta para la política económica del conjunto de la zona del euro que los distintos Gobiernos deberán tener en consideración a la hora de establecer sus respectivos Programas de Estabilidad y sus Planes Nacionales de Reforma. En este nuevo instrumento se integra también la revisión de los avances de las reformas estructurales que tienen lugar en el marco de la estrategia Europa 2020, aprobada en la primavera de 2010 y que mantiene como objetivos principales el aumento de las tasas de empleo y la cohesión social, el fomento de la innovación —donde apenas se han observado mejoras desde la implantación de la estrategia de Lisboa—, el uso de energías renovables y la eficacia energética, la reducción de las tasas de abandono escolar y la ampliación del porcentaje de la población que finaliza estudios superiores. El objetivo es relanzar el establecimiento de políticas impulsoras del crecimiento que atenúen el impacto sobre el PIB potencial que ha podido tener la crisis y eviten la reaparición de desequilibrios.

Se da prioridad a las reformas de los sistemas de pensiones y la mejora de las instituciones fiscales...

Entre las recomendaciones de este informe destaca, en el terreno fiscal, la conveniencia de proseguir con el proceso de reforma de los sistemas de pensiones que numerosas economías de la UEM han afrontado en los años recientes, adaptando las prestaciones a los cambios en la esperanza de vida y en la pirámide demográfica, al tiempo que se incentiva la prolongación de la vida laboral. También se enfatiza la necesidad de que los marcos y las instituciones fiscales nacionales incorporen reglas que limiten los niveles de gasto y endeudamiento públicos, en línea con los compromisos del PEC.

... así como a la revisión de los sistemas de negociación colectiva en algunos países, la traslación completa de la Directiva de Servicios y la mejora de las políticas activas de empleo

Para avanzar en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, las economías que acumulan deterioros de competitividad deberán revisar sus sistemas de negociación colectiva para alcanzar una mayor coherencia entre los incrementos salariales y la evolución de la productividad. Por su parte, los países con superávits por cuenta corriente persistentes han de analizar las causas que frenan el dinamismo de su demanda. Se considera, asimismo, pertinente impulsar el potencial del mercado único mediante la completa traslación de la Directiva de Servicios en todos los Estados miembros, la liberalización de los servicios profesionales y el desarrollo de instrumentos para atraer capital privado que financie el crecimiento, como los fondos de capital-riesgo. Y, finalmente, se recomienda una reducción de las cotizaciones sociales compensada con otras figuras impositivas, la flexibilización de los contratos de trabajo y la eliminación de desincentivos para incorporar al mercado laboral a un segundo miembro de la unidad familiar, presentes en algunos sistemas de imposición sobre la renta.

Los Jefes de Estado y de Gobierno firmaron el Pacto por el Euro Plus

Aunque todas las medidas anteriores suponen una mejora sustancial en el marco de gobernanza europeo, es obvio que los resultados finales seguirán dependiendo en buena medida de la voluntad de los Gobiernos para cumplir los compromisos adquiridos. Para reforzar este compromiso, en marzo de 2011 los Jefes de Estado y de Gobierno de la UEM firmaron el Pacto por el Euro Plus, con el propósito de fomentar la competitividad y el empleo, contribuir a la sostenibilidad de las finanzas públicas y reforzar la estabilidad financiera. Las prioridades y las medidas consideradas en el Pacto coinciden, en su mayor parte, con las contempladas en el *Informe Anual de Crecimiento* de la CE y con los procedimientos e instrumentos para la supervisión de su cumplimiento comentados. Pero el Pacto eleva el compromiso de los Gobiernos al máximo nivel político.

El Consejo Europeo de Riesgo Sistémico será responsable de la supervisión macroprudencial en la UE

En el ámbito financiero, finalmente, la crisis ha puesto de manifiesto también las deficiencias de un marco regulatorio basado exclusivamente en la supervisión prudencial de entidades individuales, insuficiente para apreciar en su totalidad las complejas interrelaciones entre activos e intermediarios financieros que terminan generando riesgos de carácter sistémico. Estas consideraciones han llevado a definir una nueva área específica de política económica, la macroprudencial, con una orientación eminentemente preventiva y con el doble objetivo de hacer que el sistema financiero en su conjunto sea más resistente a perturbaciones y minimizar el impacto sobre la economía real en los casos de crisis. El desarrollo de la política macroprudencial está siendo abordado a través de numerosas iniciativas nacionales e internacionales. En la Unión Europea, esta tarea ha sido asumida por el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (o ESRB, por sus siglas en inglés), en pleno funcionamiento desde enero de 2011. Este organismo es parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera, del que forman parte también las tres nuevas autoridades supervisoras europeas encargadas de las labores microprudenciales. El ESRB, en el que participan el BCE y los bancos centrales del SEBC, vigilará el sistema financiero europeo en su conjunto, para lo que deberá identificar vulnerabilidades sistémicas y emitir alertas y recomendaciones, sin carácter vinculante, para la adopción de medidas correctivas.

5 Perspectivas y retos

La velocidad del proceso de salida de la crisis dependerá de las acciones que se adopten

Las proyecciones disponibles apuntan, en general, a que la recuperación de la actividad seguirá afianzándose durante el año en curso y el siguiente, aunque a un ritmo lento y en un entorno de, todavía, notable incertidumbre, que plantea retos de gran complejidad en un doble frente: el nacional y el europeo.

Las economías que acumularon mayores desequilibrios deberán corregirlos en un entorno de crecimiento débil

En el ámbito de las políticas nacionales, son varias las economías que deben acometer un proceso de reajuste del gasto que permita reconducir sus niveles de endeudamiento público y privado hacia registros más sostenibles, al tiempo que restauran la competitividad perdida mediante incrementos de productividad y la contención salarial. Asimismo, el cumplimiento estricto de los compromisos de consolidación fiscal, que constituye un requisito para el conjunto del área, plantea un desafío que resulta tanto mayor cuanto menores sean las perspectivas de crecimiento de cada país. Por ello, es esencial también llevar a buen término reformas estructurales de alcance que, además de facilitar los ajustes, incrementen el potencial de crecimiento, eviten que la crisis tenga un impacto duradero sobre los mercados de trabajo y mejoren la capacidad para exportar en unos mercados donde las presiones competitivas procedentes de las economías emergentes son cada vez más exigentes.

Afrontar diligentemente la reestructuración del sector bancario permitirá preservar la estabilidad financiera

Las posibilidades de que el crecimiento se extienda a toda la UEM dependen también de que los procesos en marcha de reestructuración, redimensionamiento y recapitalización de los sistemas bancarios europeos se completen satisfactoriamente. Preservar la estabilidad financiera ayudará a romper los círculos viciosos en los que se combinan riesgos

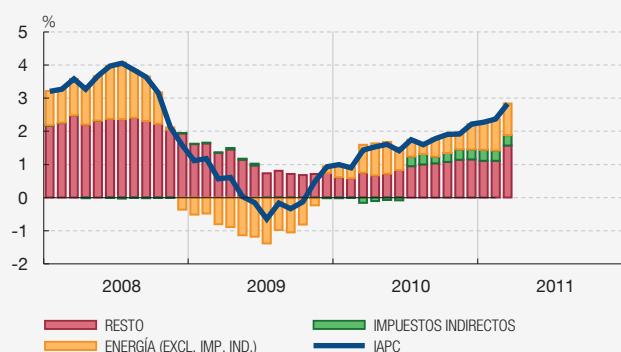
En los últimos meses, la inflación del área del euro se ha incrementado notablemente, debido, en gran medida, al encarecimiento de las materias primas en los mercados internacionales y a las subidas de algunos impuestos indirectos, determinadas por los esfuerzos de consolidación fiscal. En particular, según una descomposición contable del crecimiento interanual del IAPC, el impacto directo del comportamiento de estos componentes explicaría en torno al 60 % del aumento observado en la tasa de inflación entre febrero de 2010 y febrero de 2011 (véase gráfico 1). De acuerdo con la evidencia histórica, estos factores podrían generar presiones al alza sobre los precios de forma indirecta. Así, algunas estimaciones apuntan a que una subida permanente del precio del petróleo del 10 % supondría, en promedio, al cabo de tres años, un incremento del IAPC del área del euro de 0,5 pp, de los que una décima se debería a las subidas de precios de los bienes que utilizan algunos de los *inputs* que se han encarecido, y otra, a los efectos de segunda vuelta que se producen cuando la revisión de las expectativas de inflación lleva a los agentes a demandar

aumentos de salarios y de márgenes¹. No obstante, según la teoría económica, la inflación depende positivamente de las expectativas de inflación futura, pero depende negativamente también del grado de holgura económica, por lo que estos efectos indirectos podrían tener un impacto más limitado en una situación como la actual.

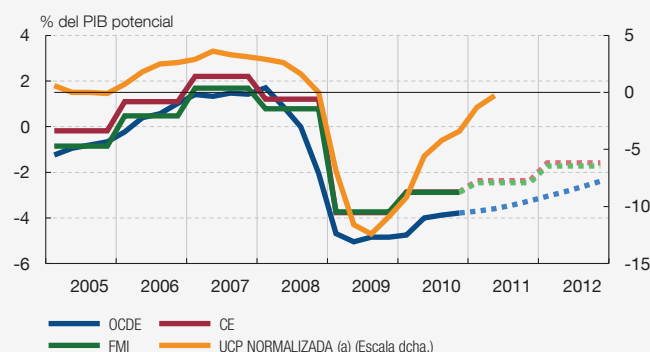
Los estudios empíricos más recientes, que aproximan el grado de holgura por la brecha de producción o distancia entre el crecimiento registrado y el potencial, han mostrado que, en la práctica, resulta difícil encontrar una relación estable entre estas tres variables. Esto se puede atribuir, fundamentalmente, a tres factores. En primer lugar, el crecimiento potencial se mide con una elevada imprecisión. En este sentido, el gráfico 2 muestra que, en un momento de elevada incertidumbre como el actual, las discrepancias

1 Véase Strauch et ál. (2010), *Energy Markets and the Euro Area Macroeconomy*, Documento Ocasional n.º 113, Banco Central Europeo.

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



2 ESTIMACIONES DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN



3 IAPC: PREVISIONES A CORTO Y A LARGO PLAZO (b)

	2011	2012	Largo plazo
Consensus (jul-10)	1,5	1,5	1,9
Consensus (oct-10)	1,6	1,5	2,1
Consensus (mar-11)	2,3	1,8	2,1
Eurobarómetro (jul-10)	1,5	1,6	1,9
Eurobarómetro (oct-10)	1,4	1,7	1,9
Eurobarómetro (mar-11)	2,2	1,8	2,0

4 VARIACIÓN DEL DEFLACTOR DEL CONSUMO PRIVADO Y CONTRIBUCIONES

	2009	2010	2010			
			I TR	II TR	III TR	IV TR
Resto del mundo (c)	-0,5	-0,1	-0,6	0,1	0,1	0,0
Precios del petróleo	-0,2	0,4	1,0	0,3	0,2	0,3
Factores financieros	0,3	0,2	0,3	0,3	0,0	0,1
Salarios y precios	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
Demanda privada	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Demanda pública	0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Productividad	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
Deflactor consumo privado	-0,4	0,5	0,9	0,7	0,3	0,2

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Utilización de la capacidad productiva.

b En el Consensus de julio de 2010 no había previsiones para 2012 ni para el largo plazo, por lo que se han tomado las publicadas en abril de 2010. En el Consensus de marzo de 2011 no había previsiones a largo plazo, por lo que se han tomado las publicadas en octubre de 2010. En el Eurobarómetro de marzo de 2011 no había previsiones para el largo plazo, por lo que se han tomado las publicadas en enero de 2011.

c Resto del mundo incluye la demanda mundial, los precios mundiales y el tipo de interés mundial.

entre las previsiones que hacen los organismos internacionales sobre el grado de holgura de la economía del área del euro para el período 2010-2012 pueden ser elevadas. En todo caso, todas las estimaciones coinciden en que el nivel de actividad de la UEM se sitúa aún claramente por debajo del potencial y seguirá así durante los próximos dos años. Esto se ve confirmado por el comportamiento del indicador sobre la utilización de la capacidad productiva y de las diversas medidas de holgura en el mercado de trabajo.

En segundo lugar, resulta difícil estimar qué parte de las variaciones transitorias en los precios se acaban trasladando a las expectativas de inflación de los hogares y las empresas. En este sentido, el cuadro 3 muestra que, aunque las previsiones de inflación para el año 2011 se han revisado al alza por las recientes subidas del precio del petróleo, tanto las previsiones para 2012 como las expectativas de inflación a largo plazo permanecen estables en torno al 2 %.

Finalmente, cabe destacar que el grado de correlación entre la inflación y la brecha de producción depende de la naturaleza de las perturbaciones que afecten a la economía. En particular, perturbaciones que elevan los costes de producción, como es el caso del precio del petróleo, tienden a reducir en una magnitud similar el *output* corriente y el potencial, por lo que el aumento de precios no viene acompañado de variaciones significativas en la brecha de producción.

En este sentido, según el modelo BEMOD del Banco de España², que permite distinguir entre distintos tipos de perturbaciones, la subida del precio del petróleo explica una parte muy significativa del repunte de la inflación europea —aproximada en este caso por el deflactor del consumo privado— durante la segunda mitad de 2010 (véase cuadro 4). Asimismo, en los tres primeros trimestres del año los salarios han crecido ligeramente por encima de lo que sugerirían sus determinantes, frente a la moderación observada durante la primera década de este siglo. En sentido contrario, los planes de consolidación fiscal y la tímida recuperación de la demanda privada están ayudando a contener los aumentos de precios, lo que sugiere que la brecha de producción sigue siendo negativa. Finalmente, la política monetaria acomodaticia ha contribuido a la recuperación de la actividad durante 2010, así como a contener las presiones deflacionistas. De este modo, las perturbaciones originadas en la oferta de la economía parecen explicar una porción relevante del aumento de inflación, en una situación de relativa holgura de la producción.

Por lo tanto, los efectos finales sobre la inflación del repunte actual de los precios, estrechamente vinculado al aumento del coste del petróleo, dependerán crucialmente de la capacidad de la política económica para mantener ancladas las expectativas de inflación.

2 Véanse J. Andrés, P. Burriel y Á. Estrada (2006), *Bemod: a DSGE model for the Spanish economy and the rest of the euro area*, Documentos de Trabajo, n.º 0631, Banco de España, y J. Andrés, S. Hurtado, E. Ortega y C. Thomas (2010), «Spain in the euro: a General Equilibrium Analysis», *SERIEs Journal of the Spanish Economic Association*, vol. 1, pp. 1 y 2.

sobre el crecimiento económico, desequilibrios fiscales y dificultades para la financiación bancaria, que deterioran la confianza de los agentes y se traducen en endurecimientos indeseados de las condiciones de financiación.

La política monetaria se enfrenta a un escenario complejo de recuperación económica lenta y tensiones latentes en los mercados de deuda

En el ámbito europeo, la actuación de la política monetaria se enfrenta también a un horizonte complejo, en el que habrá de ir adaptando progresivamente su actual tono acomodaticio al momento cíclico de recuperación del conjunto del área, garantizando el anclaje de las expectativas de inflación para evitar que las recientes tensiones provenientes del incremento del precio de las materias primas y los alimentos lleguen a generar efectos de segunda vuelta en los salarios (véase recuadro 4.2). Además, se deberá culminar el proceso de retirada de las medidas no convencionales que fueron introducidas en los momentos más críticos de la crisis financiera, ya que su mantenimiento más allá de lo necesario podría llegar a interferir en la eficacia de su propia actuación y restar credibilidad al banco central, producir distorsiones en los precios relativos de los activos o retrasar las reformas del sector bancario. Esta labor requerirá, no obstante, calibrar de forma cuidadosa el ritmo de las decisiones, para evitar generar tensiones en los mercados cuya situación es aún de fragilidad relativa.

Las reformas del entramado institucional deben ser ambiciosas y no se deben

El nivel de integración financiera y de interdependencia económica alcanzado en la UEM obliga a mantener un grado de ambición elevado en el proceso de revisión de la gobernanza europea. En esta línea, el Eurosistema ha reclamado la incorporación de criterios

descuidar los retos que se derivan de la situación singular que atraviesa Grecia

más exigentes para la corrección de los desequilibrios y —especialmente, en el terreno fiscal— un mayor automatismo de los procedimientos de supervisión y sanción, que los haga menos vulnerables a la voluntad coyuntural de los Gobiernos nacionales para cumplir con los compromisos adquiridos. Resulta esencial también que los diferentes mecanismos establecidos por los Gobiernos de la UEM para preservar la estabilidad financiera en el conjunto del área cuenten con los recursos suficientes y los instrumentos adecuados que les permitan desempeñar de forma efectiva sus funciones. Finalmente, sería conveniente también que se abriera una reflexión sobre cómo desplegar el resto de instrumentos de los que dispone la UE (incluido el presupuesto) para apoyar los procesos de ajuste y de reforma en los países con dificultades.

Con carácter más inmediato, las dificultades constatadas para que el Estado griego pueda retornar a los mercados en 2012, como estaba previsto en su programa de apoyo financiero, han elevado la incertidumbre entre los inversores y han abierto debates inoportunos sobre la verosimilitud de escenarios traumáticos de retroceso en el grado de integración económica alcanzado en Europa y, por tanto, de marcha atrás en el proyecto común europeo. A fin de que los considerables esfuerzos realizados para configurar un nuevo marco de gobernanza más eficaz den sus frutos, será preciso superar previa y definitivamente este reto, quizá el más difícil enfrentado por la UEM desde su creación.

En 2010, la actividad mostró una ligera caída, del -0,1 %, como consecuencia del efecto arrastre de la intensa contracción de 2009. Con todo, la economía española inició su recuperación en 2010, con un leve repunte de la actividad en todos los trimestres, salvo el tercero. Como se observa en el gráfico 5.1, el repunte de 2010 fue modesto en comparación con la pérdida de producción registrada en la recesión: frente a un descenso acumulado de la actividad de casi 5 puntos porcentuales (pp) en 2008 y 2009, en 2010 apenas se recuperó 0,6 pp. En el primer trimestre de 2011 prosiguió este proceso de lento crecimiento, con una expansión del producto del 0,3 %. Las perspectivas para 2011 y 2012 incluidas en el *Informe de Proyecciones* publicado por el Banco de España el pasado mes de marzo apuntan a que esa recuperación gradual continuará, si bien a finales de 2012 todavía no se habría alcanzado el nivel de producción anterior a la crisis.

Este ritmo de recuperación es también más pausado que el observado en la salida de la recesión de principios de los años noventa, debido, entre otros factores, a la evolución negativa que se proyecta para el consumo público y la inversión en vivienda en 2011 y 2012, en comparación con la que esas dos variables mostraron en 1995 y 1996, lo que responde a la mayor intensidad de los ajustes fiscal y del mercado inmobiliario en la presente crisis. En cambio, la recuperación del consumo privado no sería muy distinta en los dos próximos años a la que se experimentó a mediados de los años noventa y la contribución de la demanda externa neta al producto incluso sería superior en 2011 y 2012, pese a no haber contado con el recurso al instrumento cambiario. La recuperación de la actividad que se anticipa será, por tanto, gradual como consecuencia de los ajustes de los desequilibrios acumulados en la fase de expansión y del deterioro fiscal emergido durante la crisis, que se manifiestan ahora en la necesidad de reducir la demanda pública para hacerla más consistente con los recursos disponibles en un contexto en el que la demanda privada ve limitadas sus posibilidades de expansión por el alto endeudamiento acumulado. En este proceso, la mejora de las exportaciones netas actuará de soporte del crecimiento y permitirá una disminución de la apelación al ahorro externo. El lento despegue de la actividad también contrasta con la recuperación más intensa que se vislumbra en el área del euro. Si bien la profundidad de la recesión en la UEM fue similar a la española en términos de descenso del producto, en 2010 el incremento de la actividad en la zona del euro fue significativo y continuará en 2011 y 2012.

La severidad de la recesión y la lentitud de la recuperación han dado lugar a un exceso de capacidad sustancial en la economía española, que se manifiesta en una brecha de producción muy negativa y en una elevada tasa de paro, y han tenido un impacto negativo significativo sobre el producto potencial.

1 Las condiciones monetarias y financieras

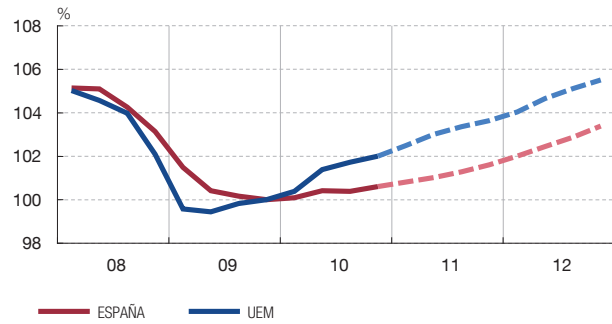
Las tensiones financieras elevaron el coste de financiación de las Administraciones Públicas y de las entidades de crédito...

Las tensiones registradas en 2010 en los mercados financieros del área del euro a raíz de la crisis de la deuda soberana se reflejaron en un importante ascenso del coste de financiación de las AAPP y de las entidades de crédito, y en mayores dificultades para el acceso a los mercados mayoristas por parte de estas últimas. El momento de mayor tensión se observó en el mes de noviembre. Posteriormente, las primas de riesgo de los emisores residentes han tendido a reducirse, dentro de una pauta de marcada volatilidad, aunque siguen en registros relativamente elevados, por encima de 200 puntos básicos (pb) en mayo de 2011.

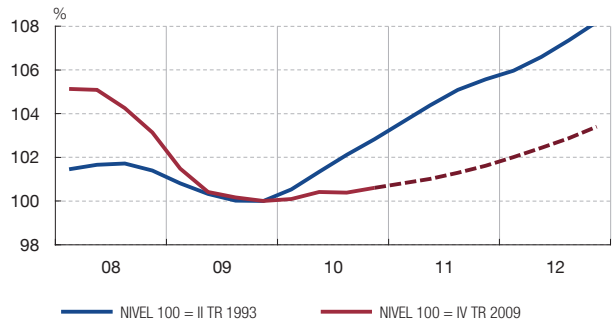
CARACTERIZACIÓN DEL CICLO ACTUAL (a)

GRÁFICO 5.1

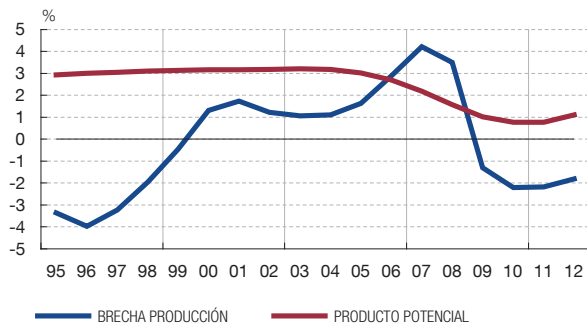
PIB
Nivel = 100 en IV TR 2009



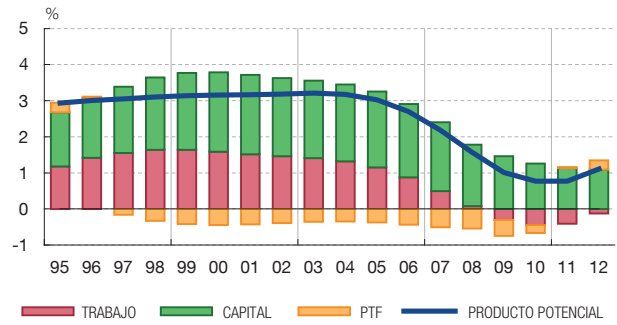
PIB DE ESPAÑA



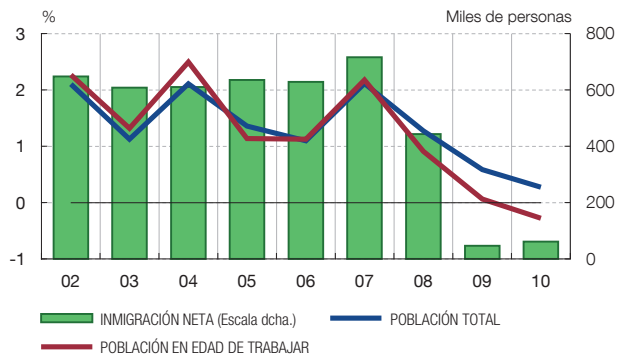
BRECHA DE PRODUCCIÓN Y CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA



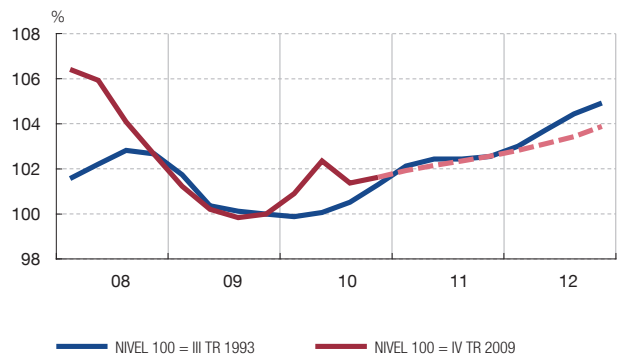
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA



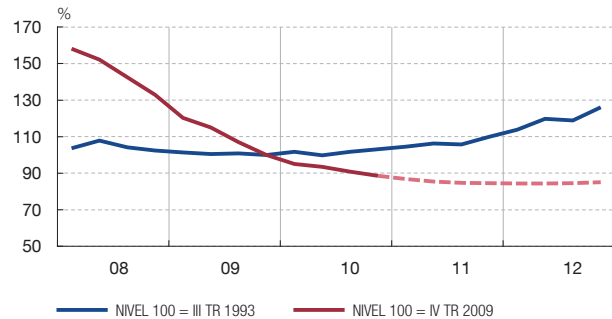
CIFRAS DE POBLACIÓN



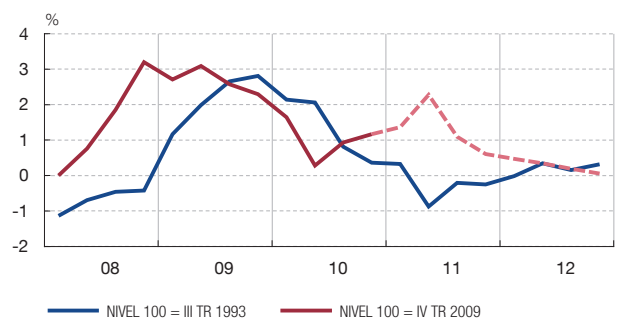
CONSUMO PRIVADO



INVERSIÓN EN VIVIENDA



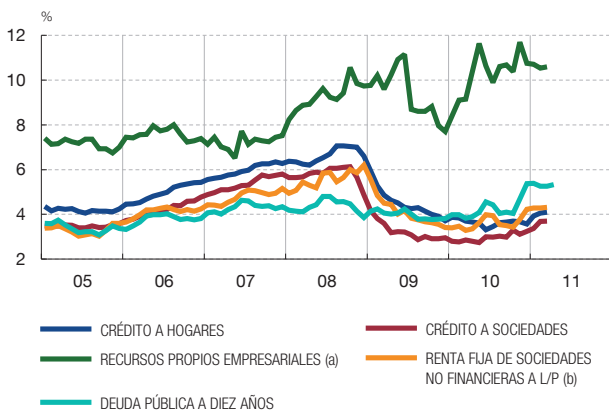
CONTRIBUCIONES DE LA DEMANDA EXTERIOR (b)



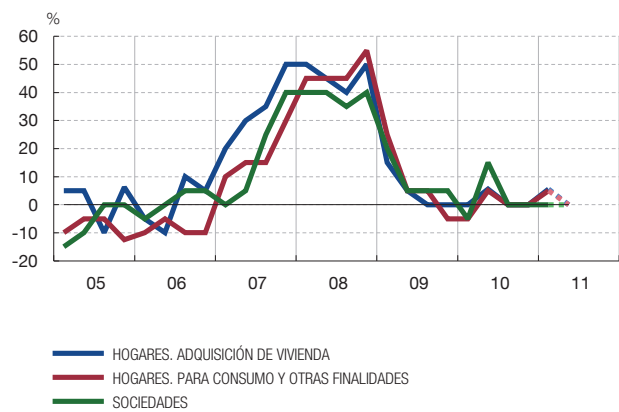
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las previsiones se muestran en línea discontinua.
- b Tasas de crecimiento interanuales.

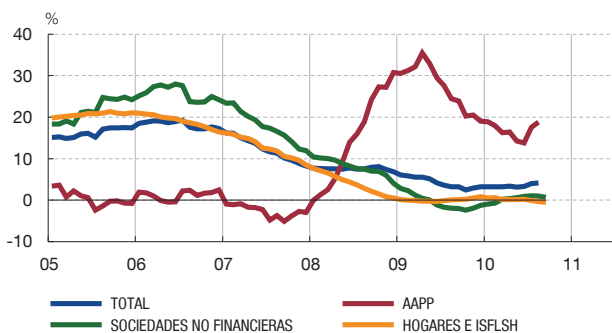
COSTE DE FINANCIACIÓN



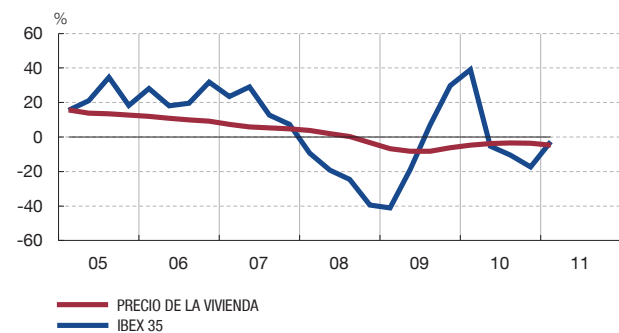
VARIACIONES DE LAS CONDICIONES DE OFERTA EN PRÉSTAMOS BANCARIOS (c) (d)



CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA FINANCIACIÓN



PRECIOS DE LOS ACTIVOS Tasas interanuales



FUENTES: Ministerio de Vivienda, 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.

... y contribuyeron a un cierto endurecimiento de las condiciones de financiación de las empresas y las familias, que también se vieron afectadas por el aumento de los tipos de interés de mercado

Por su parte, el coste de la financiación bancaria a hogares y sociedades no financieras también se incrementó desde mediados de 2010 (véase gráfico 5.2). Esta evolución resultó del aumento en las rentabilidades interbancarias y, desde principios de 2011, de una traslación progresiva del encarecimiento del pasivo de las instituciones financieras a los márgenes aplicados por estas en las operaciones con la clientela. Los criterios de concesión de créditos continuaron siendo restrictivos y, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), se endurecieron adicionalmente, aunque de forma moderada, durante el segundo trimestre del pasado ejercicio, como consecuencia fundamentalmente de las tensiones financieras, habiéndose mantenido sin cambios posteriormente, salvo durante los tres primeros meses de 2011, que volvieron a hacerse algo más exigentes en el segmento de financiación a las familias. Las turbulencias también se tradujeron en un ascenso del coste de las emisiones de valores de renta fija y variable de las sociedades no financieras.

El descenso del precio de los activos financieros y reales contribuyó adicionalmente

El precio de los activos financieros y reales descendió durante 2010 (un 17,4% el índice IBEX 35 y un 3,5% el valor de la vivienda, acumulando en este último caso una caída del 13% en términos nominales y del 18% en términos reales desde los valores máximos de principios de 2008). Esto contribuyó adicionalmente al endurecimiento de las condiciones

al endurecimiento de las condiciones financieras, pero la depreciación del tipo de cambio operó en la dirección contraria

financieras, si bien la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal operó en la dirección contraria. En los primeros meses de 2011, las cotizaciones bursátiles se recuperaron, con un avance del 7,5 % hasta el 6 de mayo, si bien el precio de la vivienda descendió un 2,6 % adicional en el primer trimestre, con lo que acumula una caída del 20 % en términos reales, y el euro se apreció significativamente.

A pesar del estancamiento de la deuda de hogares y sociedades no financieras...

En este contexto, la deuda del sector privado no financiero siguió mostrando una evolución consistente con un patrón lento de desapalancamiento en el caso de los hogares y selectivo para las empresas. Así, los pasivos de las familias permanecieron prácticamente estancados en 2010 y han pasado a contraerse ligeramente desde principios de 2011, mientras que en las sociedades no financieras se redujo el crédito bancario en las actividades ligadas al sector inmobiliario, observándose para el resto un avance próximo a cero o ligeramente positivo. La evolución del crédito bancario y del endeudamiento, en general, por sectores se analiza con detalle en el capítulo 6 de este Informe.

... la ratio de endeudamiento de las familias apenas varió, debido a la evolución desfavorable de las rentas, y la de las sociedades descendió ligeramente

A pesar del estancamiento de los pasivos de los hogares durante los últimos años, la ratio de endeudamiento apenas se ha reducido desde los elevados niveles alcanzados en 2007, debido a la atonía de los ingresos del sector. No obstante, la carga financiera asociada siguió disminuyendo en el conjunto de 2010, gracias al descenso del coste medio anual de la deuda viva, si bien los tipos de interés empezaron a incrementarse en los últimos meses del año. En el caso de las sociedades no financieras, la recuperación de los beneficios empresariales contribuyó a un mayor recorte de la ratio de endeudamiento, aunque moderado, y también de la carga financiera asociada, que se vio favorecida por la disminución del coste medio de la deuda viva. En todo caso, el apalancamiento del sector empresarial permanece en niveles elevados, aunque esta situación agregada oculta patrones sectoriales heterogéneos (véase recuadro 6.2).

2 Las políticas económicas

2.1 LA POLÍTICA FISCAL

El año 2010 marca el comienzo de un ajuste fiscal enérgico, que se adelanta sobre los planes iniciales

En 2010 se inició el proceso de consolidación fiscal. Un proceso que comenzó con la aprobación en diciembre de 2009 de los Presupuestos Generales del Estado para ese año y que se reafirmó con la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) de febrero de 2010, que estableció una senda de recorte del déficit hasta el 3 % del PIB en 2013. Como consecuencia de la crisis de deuda soberana europea, en mayo de 2010 el Gobierno español decidió acelerar el proceso de consolidación, con una anticipación del ajuste a los años 2010 y 2011, aunque manteniendo el objetivo de alcanzar un déficit público del 3 % del PIB en 2013, de modo que la senda de recorte del déficit quedó fijada en el 9,3 % del PIB en 2010 (frente al 9,8 % previsto inicialmente), el 6 % en 2011 (frente al 7,5 % del PIB establecido como objetivo en la APE de enero de 2010) y el 4,4 % en 2012 (frente al 5,3 % anterior).

Los resultados provisionales para 2010 muestran que los objetivos de déficit público se cumplieron, lo que, mirando hacia delante, marca un hito importante para la credibilidad del resto de la senda de consolidación

Los datos provisionales de ejecución presupuestaria del conjunto de las AAPP en 2010 anticipan una mejora de una décima respecto al objetivo del 9,3 % del PIB, que supone una reducción del déficit de casi 2 pp con respecto a 2009 (véase cuadro 5.1). Este resultado se alcanzó a partir de un aumento de 1 pp en la ratio de ingresos sobre PIB y de una caída de la ratio de gasto de ocho décimas. El ajuste se centró en los gastos de capital, que se redujeron 1 pp del PIB, y en los gastos en consumo final (remuneración de asalariados y consumos intermedios), que contribuyeron con 5 décimas. Otras partidas de gasto, como las subvenciones o transferencias corrientes y de capital, se moderaron de forma significativa, pero se mantuvieron por encima de los planes iniciales. En cambio, las prestaciones sociales aumentaron en 7 décimas del PIB, dada la inercia del gasto en pensiones y la elevada persistencia del gasto en prestaciones por desempleo. Por el lado de los ingresos, el fuerte crecimiento observado en la imposición indirecta —en particular, en la recaudación por IVA— compensó la evolución menos dinámica de la imposición directa

Porcentaje del PIB

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1 RECURSOS NO FINANCIEROS	39,4	40,4	41,1	37,1	34,7	35,7
Recursos corrientes	38,6	39,7	40,6	36,9	34,7	35,7
Impuestos sobre producción e importación	12,2	12,3	11,7	9,9	8,7	10,1
Impuestos sobre renta y patrimonio	10,9	11,7	12,9	10,8	9,6	9,4
Cotizaciones sociales	12,9	12,9	13,0	13,2	13,3	13,2
Otros recursos corrientes (a)	2,6	2,8	3,0	3,0	3,1	3,1
Recursos de capital (b)	0,8	0,7	0,5	0,2	-0,1	0,0
2 EMPLEOS NO FINANCIEROS (c)	38,4	38,4	39,2	41,3	45,8	45,0
Remuneración de asalariados	10,0	10,0	10,2	10,9	11,9	11,7
Otros gastos de consumo final	7,6	7,6	7,7	8,2	8,8	8,5
Prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie	11,6	11,5	11,6	12,4	14,5	15,2
Subvenciones	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Intereses (c)	1,8	1,6	1,6	1,6	1,8	1,9
Otras transferencias	1,5	1,6	1,5	1,6	1,9	1,7
Empleos de capital	4,9	5,1	5,4	5,4	5,9	4,9
Formación bruta de capital	3,6	3,7	4,0	3,9	4,4	3,7
Otros empleos de capital (d)	1,4	1,3	1,4	1,5	1,5	1,2
3 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN (c) (3 = 1 - 2)	1,0	2,0	1,9	-4,2	-11,1	-9,2
PRO MEMORIA:						
Consumo final	18,0	18,0	18,4	19,5	21,1	20,8
Saldo primario	2,8	3,7	3,5	-2,6	-9,4	-7,3
Deuda bruta (c)	43,0	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1

FUENTE: Banco de España.

a Incluye el excedente bruto de explotación.

b Presenta signo negativo en 2009 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 Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos.

y de las cotizaciones sociales. Por sectores, destaca el mejor resultado en el saldo de la Administración Central en relación con el objetivo marcado, la desaparición del superávit tradicional de la Seguridad Social y el incumplimiento por parte de las Administraciones Territoriales (AATT) de los objetivos fijados.

La deuda pública aumentó notablemente en 2010, hasta el nivel del 60 % del PIB, que sigue siendo muy inferior a la media de la UE

En parte debido a este elevado déficit, la deuda pública aumentó notablemente, desde el 53,3 % del PIB en 2009 hasta el 60,1 % en el año 2010, aunque, dada la favorable situación de partida, quedó muy por debajo de la media de la UE. El incremento de la deuda se debió al elevado déficit público, que se vio compensado en parte por el efecto sobre la ratio de deuda de un crecimiento nominal del PIB positivo (5 décimas del PIB) y por los ajustes déficit-deuda (2 puntos del PIB). La carga de intereses asociada a este nivel de deuda alcanzó un nivel del 1,9 % del PIB en 2010, aumentando algo más de una décima del PIB con respecto a 2009, debido al mayor volumen de deuda en curso, y a pesar de una ligera caída del tipo implícito de financiación. En los próximos años, dada la evolución esperada de la deuda pública y de los tipos de interés, la carga de intereses seguirá aumentando su peso sobre el PIB, provocando que el esfuerzo fiscal necesario para reducir el déficit público sea superior.

Porcentaje del PIB tendencial

Incremento (+) / Reducción (-)	2010	2011
Saldo de las AAPP ajustado por el ciclo	2,8	2,9
Intereses efectivos pagados	0,1	0,3
Saldo primario de las AAPP ajustado por el ciclo	2,9	3,2
DESCOMPOSICIÓN DEL SALDO PRIMARIO AJUSTADO POR EL CICLO:		
Ingresos totales	1,6	0,9
Impuestos y cotizaciones sociales totales	1,6	0,6
Cambios legislativos	1,3	0,7
Progresividad	0,0	0,1
Desacoplamiento de la base impositiva respecto al PIB	-0,1	-0,1
Residuo (efectos no explicados)	0,3	-0,1
Otros ingresos	-0,1	0,2
Gasto primario	-1,4	-2,3
Prestaciones sociales	0,5	-0,1
<i>De las cuales pensiones de jubilación</i>	0,3	0,2
<i>De las cuales prestaciones por desempleo</i>	0,1	-0,1
Subvenciones	0,0	-0,3
Remuneración de asalariados	-0,3	-0,6
Consumos intermedios	-0,3	-0,3
Inversión pública	-0,7	-0,8
Otros gastos	-0,5	-0,3
Pro memoria:		
Saldo de las AAPP (en porcentaje del PIB nominal)	1,9	2,9
Componente cíclico (en porcentaje del PIB nominal)	-0,9	-0,1

FUENTE: Banco de España.

a El saldo fiscal se presenta según la definición del Protocolo de Déficit Excesivo.

El ajuste del déficit público en 2010 fue esencialmente estructural

La mejora estructural de las finanzas públicas más que compensó la contribución negativa del ciclo económico y de la carga de intereses (véase gráfico 2.2). Por una parte, el gasto estructural primario se redujo en algo más de 1 punto del PIB, debido fundamentalmente a la reversión de las medidas de estímulo que afectaron a 2009 (véase cuadro 5.2); por otra parte, las subidas de impuestos y la reversión de medidas temporales por el lado de los ingresos contribuyeron con 2 puntos del PIB. A pesar de la mejora señalada, el déficit público estructural continuó siendo elevado en 2010, de alrededor del 8 % del PIB.

Los resultados presupuestarios relativos a 2010 muestran que los principales riesgos de desviaciones a futuro se encuentran asociados, en primer lugar, al comportamiento de las AATT...

Los resultados presupuestarios relativos a 2010 muestran que los principales riesgos respecto al futuro se encuentran asociados, en primer lugar, al comportamiento de las AATT. En relación con este aspecto, en 2010 se adoptó una medida cuyo cumplimiento estricto resulta crucial de cara a mantener un comportamiento fiscal disciplinado por parte de las AATT, en particular las CCAA. En efecto, el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) aprobó los criterios que deberá seguir el Ministerio de Economía y Hacienda para autorizar operaciones de endeudamiento a las CCAA en el período 2010-2013. Este marco establece dos reglas generales: el endeudamiento de las CCAA deberá ajustarse a la senda de reducción del déficit y no se autorizará ninguna operación que incremente el nivel de endeudamiento de una Comunidad Autónoma hasta que el CPFF no haya informado favora-

blemente de su plan de reequilibrio. La aplicación de estos criterios se efectuó por primera vez en noviembre de 2010 y afectó a dos CCAA, Murcia y Castilla-La Mancha, que tuvieron que plantear el preceptivo plan de ajuste. En esta línea, en 2010 se aprobó que solo podrán recurrir al crédito público o privado a largo plazo en el ejercicio 2011 aquellas Corporaciones Locales cuya deuda no supere el 75 % de sus ingresos, y siempre que se utilice para inversiones ya en curso, o bien para proyectos cofinanciados. Por otro lado, en diciembre de 2010 se publicaron por primera vez datos homogéneos de las CCAA relativos a la ejecución presupuestaria del trimestre anterior, práctica que ha continuado a comienzos de 2011 y que se mantendrá con frecuencia trimestral, lo que supone un importante avance en términos de transparencia.

... y, en segundo lugar, a la inercia observada en determinadas partidas de gasto

La magnitud, naturaleza y composición del recorte del gasto necesario para alcanzar los objetivos marcados plantean incertidumbres sobre su cumplimiento. Por una parte, una proporción importante del gasto público en España se encuentra asociado a partidas que han mostrado tradicionalmente una inercia al alza significativa, tales como el gasto en educación, sanidad y pensiones. Por otra parte, el gasto en prestaciones por desempleo, en un contexto de tasas de paro muy altas, supuso 3 puntos del PIB en 2010, el más elevado del área del euro. Las medidas de ahorro planteadas deben ser concretas y venir acompañadas, necesariamente, por consideraciones de eficiencia en la prestación de los servicios, y por una profundización en las reformas estructurales, tales como la reciente reforma de las pensiones (véase recuadro 2.3).

La reciente actualización del Programa de Estabilidad marca una senda adecuada de consolidación, que deberá cumplirse estrictamente

El Gobierno presentó el pasado 28 de abril de 2011 una nueva actualización del Programa de Estabilidad (APE), que comprende el período 2011-2014. La APE confirma la senda de consolidación presupuestaria hasta 2013 aprobada en mayo de 2010, que, de cumplirse, permitiría cumplir los límites establecidos en el Pacto de Estabilidad, de acuerdo con las recomendaciones del Consejo Europeo. Así, el déficit del conjunto de las AAPP se situaría en el 3 % del PIB en 2013 y la ratio de deuda pública sobre PIB se estabilizaría ligeramente por debajo del 70 % del PIB en 2012-2013, desde el 60,1 % observado en 2010. Asimismo, la APE presenta el objetivo de déficit para 2014, que se cifra en el 2,1 %, año para el que se proyecta una reducción de la deuda pública, hasta el 68,9 % del PIB. De cumplirse estos objetivos, se validaría la estrategia planteada en mayo de 2010 de anticipar a 2010 y 2011 un 70 % del ajuste estructural de todo el período 2009-2013. Además, desde el punto de vista de la calidad de las finanzas públicas, el ajuste total a realizar en el período 2009-2013 descansa en un 65 % en la reducción del gasto, y en particular en un 35 % en el ajuste del consumo público (un 21 % del total en la reducción de la remuneración de asalariados). No obstante, la APE de abril de 2011 se basa en un escenario macroeconómico que comporta crecimientos del PIB relativamente elevados, que, de no confirmarse, complicaría el cumplimiento de las proyecciones fiscales. En este sentido, la APE incluye un compromiso de que los objetivos fijados de reducción del déficit público deberán cumplirse, incluso en el caso de un escenario macroeconómico menos favorable que el planteado.

2.2 LAS OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

En 2010 se retiraron algunas políticas de demanda introducidas durante la crisis...

El año 2010 se caracterizó, por tanto, por la retirada gradual de algunas de las políticas encaminadas a sostener en el corto plazo el nivel de demanda que se habían introducido durante la crisis. No obstante, se mantuvieron los recursos destinados a financiar la inversión productiva y el circulante de pymes y autónomos, a través de distintas líneas del ICO. Se aprobó, además, un nuevo programa de financiación a precios de mercado por parte del ICO, en vigor desde el 15 de junio de 2010 hasta el 31 de diciembre de 2011, cuya principal novedad es la concesión de préstamos directos a autónomos y a pymes, asumiendo dicha entidad el riesgo de crédito de esas operaciones. Este programa ha aproba-

do en torno a 8.000 solicitudes desde su puesta en marcha hasta marzo de 2011, por un importe medio de 40.000 euros.

... y se introdujeron algunas reformas estructurales, entre las que destaca la del mercado de trabajo, con el objetivo de reducir la dualidad y la rigidez salarial

Además, se introdujeron algunas reformas estructurales, entre las que cabe destacar la reforma del mercado de trabajo. Esta reforma, que fue aprobada por procedimiento de urgencia en junio y ratificada por el Parlamento en septiembre, tiene entre sus objetivos la reducción de la dualidad y de la rigidez salarial, dos de los principales problemas estructurales del mercado de trabajo español. Las principales novedades que incluye esta Ley son, en primer lugar, la mejora de las posibilidades efectivas de descuelgue salarial, de forma que, tras la reforma, este se permite con el acuerdo entre empresa y trabajadores, independientemente de lo pactado en el convenio de ámbito superior. En segundo lugar, se intenta incentivar la contratación indefinida, mediante el incremento de las posibilidades de acogerse al despido objetivo a través de la redefinición de las causas económicas (que ahora incluyen una situación negativa de la empresa, actual o prevista) y la ampliación sustancial del colectivo que puede acogerse a un contrato de fomento (con menores costes de despido). Asimismo, se introducen nuevos límites a la contratación temporal, limitándose la duración máxima de los contratos de obra a dos años ampliables a tres por convenio e incrementándose los costes de extinción de los contratos temporales, hasta llegar a 12 días por año trabajado en 2015. Por otra parte, se permite que las agencias privadas de colocación actúen en el proceso de intermediación laboral en colaboración con los Servicios Públicos de Empleo, lo que debería facilitar el proceso de emparejamiento entre ofertas de empleo y demandantes de trabajo. Finalmente, se amplían las posibilidades de acudir a los ERE de suspensión y reducción de jornada con el objetivo de suavizar los ajustes en el empleo.

La evidencia sobre el impacto de la reforma es todavía limitada

Aún es pronto para valorar en qué medida se están cumpliendo los objetivos previstos en la citada Ley, dado el poco tiempo transcurrido desde su aprobación y la dificultad para desentrañar su influencia en otros desarrollos de los últimos meses relacionados con la propia evolución cíclica. Las mayores posibilidades de descuelgue salarial deberían traducirse en incrementos más moderados de los salarios negociados, pero esto, como se comentará más adelante, no se está observando en los primeros meses de 2011. Por otro lado, a finales de 2010 se detectó un aumento en la contratación mediante la figura del contrato de fomento, en línea con lo esperado, si bien el total de contratos indefinidos apenas ha aumentado (véase cuadro 5.3). Finalmente, se ha observado un repunte de los ERE de reducción de jornada en el segundo semestre de 2010, de acuerdo con los nuevos incentivos que proporciona la reforma, y también existe cierta evidencia de un aumento en el porcentaje de despidos por causas objetivas.

Esta reforma fue complementada por desarrollos posteriores que combinan incentivos a la contratación a corto plazo con modificaciones en las políticas activas

Con posterioridad a la aprobación de esta Ley, se introdujeron algunas medidas adicionales en relación con el mercado de trabajo. Entre otras, se fomenta el uso del contrato a tiempo parcial para determinados colectivos y se planea el diseño de itinerarios individualizados de mejora de empleabilidad para los colectivos más afectados por la crisis.

En cuanto al resto de políticas, destaca, entre otras, a eliminación de la deducción de vivienda para rentas superiores a un determinado umbral, la aprobación de la Ley de comercio minorista...

En cuanto al resto de reformas, destacan, en primer lugar, las medidas aprobadas con el objetivo de igualar fiscalmente la compra y el alquiler de vivienda, a través de la eliminación de la deducción por compra de vivienda para las rentas por encima de un determinado umbral y la equiparación de las deducciones por compra y alquiler para el resto a partir del 1 de enero de 2011. Esta reforma supone un avance significativo en la neutralidad impositiva entre los dos tipos de tenencia de vivienda, especialmente necesaria en el

	CONTRATACIÓN INDEFINIDA Y A TIEMPO PARCIAL (a)				EXPEDIENTES DE REGULACIÓN DE EMPLEO POR REDUCCIÓN DE JORNADA (c)		DESPIDO OBJETIVO (d)
	Total (a)	Fomento (a)	Ratio temporalidad (b)	Ratio parcialidad (b)	Número de trabajadores	Pesos	
2000	8,7	–	32,2	8,0	1.282	2,1	
2001	9,3	–	32,2	8,1	771	0,6	18,2
2002	9,0	4,7	31,8	8,3	1.268	1,8	18,1
2003	8,7	4,4	31,8	8,4	2.008	2,4	14,0
2004	8,7	3,9	32,5	9,1	525	0,9	11,6
2005	9,0	1,7	33,3	12,3	850	1,2	10,6
2006	11,8	3,9	34,0	12,1	157	0,3	8,9
2007	11,9	4,6	31,7	12,1	226	0,4	7,7
2008	11,5	3,5	29,3	12,3	2.675	1,8	10,6
2009	9,4	1,6	25,4	13,3	20.591	3,7	15,2
2010	8,5	1,9	24,9	14,0	38.136	12,7	18,3
2009							
I TRIMESTRE	11,1	1,8	25,4	13,2	4.843	2,6	15,3
II TRIMESTRE	9,6	1,7	25,2	13,5	6.948	4,8	15,4
III TRIMESTRE	8,3	1,5	25,9	12,8	5.640	5,2	14,8
IV TRIMESTRE	8,6	1,5	25,1	13,9	3.160	2,8	15,1
2010							
I TRIMESTRE	9,6	1,6	24,4	14,0	3.304	4,2	16,3
II TRIMESTRE	8,7	1,5	24,9	14,2	2.517	3,7	17,1
III TRIMESTRE	7,5	1,7	25,6	13,4	10.096	18,0	18,7
IV TRIMESTRE	8,4	2,7	24,8	14,2	22.219	22,8	21,6
2011							
I TRIMESTRE (e)	9,4	2,0	24,8	14,8	9.930	22,4	24,1

FUENTES: Ministerio de Trabajo e Inmigración e Instituto Nacional de Estadística.

- a Peso del tipo de contratación sobre el total de contratos.
b Ratio sobre asalariados EPA.
c Número de trabajadores afectados por un expediente de regulación de empleo de reducción de jornada y peso de este colectivo en el conjunto de trabajadores afectados por cualquier tipo de expediente de regulación de empleo.
d Porcentaje de las altas iniciales de beneficiarios de prestaciones contributivas como consecuencia de un despido objetivo sobre el conjunto de altas derivadas de un cese por despido o de un expediente de regulación de empleo de extinción de contrato.
e El primer trimestre de 2011 corresponde solo los meses de enero y febrero en el caso de los despidos objetivos.

caso español dado el reducido peso del alquiler de vivienda y sus efectos perversos sobre la movilidad de los trabajadores, entre otros aspectos.

Adicionalmente, se modificó la Ley de morosidad¹ con el objetivo de limitar el poder de las Administraciones Públicas y de las grandes empresas a la hora de establecer las condiciones de pago, que durante la crisis habría tenido una especial incidencia negativa sobre la liquidez de pymes y autónomos. Por otra parte, durante 2010 continuó el proceso de transposición de la Directiva de Servicios, aprobándose la Ley de Reforma de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista, que reduce las cargas administrativas para la creación de establecimientos comerciales, si bien las CCAA han mantenido la mayoría de las licencias autonómicas para la apertura de grandes superficies.

¹ Ley 15/2010, de 5 de julio de 2010, de medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

... así como la aprobación de la Ley de economía sostenible, que incluye, entre otras medidas, una simplificación de los trámites administrativos para la puesta en marcha de la actividad empresarial y la mejora del entorno regulatorio

En febrero de 2011 se aprobó la Ley de economía sostenible (LES), que incluye, entre otras, un conjunto de medidas con el objetivo de disminuir el tiempo necesario para la puesta en marcha de un negocio ya constituido. Dado que la parte más onerosa, en términos de tiempo y dinero, del proceso de creación de una empresa radica precisamente en la puesta en marcha de un negocio, la implementación de las medidas que comporta la LES podría simplificar de manera importante este proceso.

Respecto al entorno regulatorio, la LES establece unos principios de buena regulación, para cuya aplicación incorpora la necesidad de realizar un análisis previo del impacto normativo de toda iniciativa, así como un análisis a posteriori para comprobar el cumplimiento de los objetivos de la regulación. Además, se propone la modificación de la estructura orgánica de la Comisión Nacional de la Energía (CNE), Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT) y Comisión Nacional del Sector Postal (CNSP), con la reducción del número de miembros del Consejo de cada organismo, la fijación de un mandato de 6 años no renovables, la prohibición de la asistencia de miembros del Gobierno o altos cargos de la Administración a las reuniones de los consejos de estos organismos y el establecimiento de que los actos de los organismos reguladores terminarán la vía administrativa. En conjunto, estos cambios podrían dotar a los organismos reguladores de una mayor independencia. Por otro lado, entre las medidas de reforma del mercado financiero y en línea con los acuerdos internacionales de incremento de la transparencia y mejora del gobierno corporativo, la LES modifica la Ley del Mercado de Valores para que las sociedades cotizadas pongan a disposición de los accionistas un informe sobre remuneraciones que será aprobado en la Junta General.

Por último, destacan la aprobación de medidas para moderar el incremento del déficit tarifario y el impulso a un programa de privatizaciones

En cuanto al sector energético, a finales de año se adoptaron medidas para contener la creación de futuros déficits tarifarios y durante el ejercicio se constituyó el Fondo de Amortización de la Deuda Eléctrica (FADE), cuyo objeto es proporcionar liquidez a las empresas eléctricas a través de la titulación de la deuda acumulada derivada del déficit de tarifa. Adicionalmente, se aprobó la reducción de las bonificaciones a las energías renovables². Finalmente, en el contexto del proceso de consolidación fiscal se anunció un programa de privatizaciones parciales, que afectarían tanto a la gestión de los aeropuertos como de las loterías.

3 La demanda

El ajuste de la demanda nacional, que en 2009 había sido muy intenso, se prolongó en 2010, aunque a un ritmo más atenuado, del -1,1 % (véase cuadro 5.4). Esta ralentización del descenso del gasto de los agentes domésticos fue el resultado de las trayectorias contrapuestas de sus componentes público y privado.

3.1 LA DEMANDA NACIONAL

El ajuste de la demanda nacional se prolongó en 2010 a un ritmo más atenuado que en 2009

El consumo privado experimentó una evolución irregular a lo largo del año por la anticipación de gasto que originó la subida del IVA en julio de 2010

El consumo privado, que creció un 1,2 %, experimentó una evolución irregular a lo largo de 2010, puesto que algunos factores transitorios —entre los que destaca la subida de los tipos del IVA, el 1 de julio— impulsaron un desplazamiento temporal de las decisiones de gasto, que tendieron a concentrarse en la primera mitad del año (véase gráfico 5.3). Este fenómeno afectó especialmente a la adquisición de bienes duraderos, cuyo patrón temporal se vio influido, además, por la prórroga en el primer semestre del plan de ayudas a la compra de automóviles. En el conjunto del ejercicio, las compras de coches mostraron una caída, aunque el consumo de bienes duraderos experimentó un crecimiento moderado.

² A las instalaciones fotovoltaicas se les han reducido tanto las cuantías de las primas como las horas con derecho a prima.

	% DEL PIB (a)		TASAS DE VARIACIÓN (b)					
	2000	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
DEMANDA NACIONAL	103,1	102,2	5,1	5,2	4,1	-0,6	-6,0	-1,1
HOGARES E ISFLSH:								
Gasto en consumo final	59,7	58,4	4,2	3,8	3,7	-0,6	-4,2	1,2
Consumo duradero	6,3	3,7	5,5	3,8	3,3	-14,6	-10,9	3,8
Consumo no duradero	53,4	54,7	4,1	3,8	3,7	0,7	-3,7	1,1
Vivienda	6,1	4,7	6,1	6,2	2,5	-10,7	-24,5	-16,8
EMPRESAS:								
Inversión productiva privada (c)	16,6	14,1	7,4	7,7	3,8	-2,4	-18,2	-0,6
Construcción	4,8	5,4	5,7	4,8	-0,6	1,2	-7,7	1,6
Equipo	7,3	4,8	9,1	10,5	10,2	-4,0	-29,2	3,7
Otros productos (d)	4,4	3,9	7,1	7,5	0,8	-4,1	-16,2	-8,2
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS:								
Gasto en consumo final	17,2	20,9	5,5	4,6	5,5	5,8	3,2	-0,7
Formación bruta de capital fijo	3,2	3,7	7,8	7,5	13,1	-1,5	11,2	-17,3
Construcción	2,3	2,7	7,3	8,1	13,7	-4,4	14,6	-21,0
Equipo	0,8	1,0	9,3	6,0	11,3	7,5	1,8	-6,2
PRO MEMORIA:								
Formación bruta de capital fijo	25,8	22,6	7,0	7,2	4,5	-4,8	-16,0	-7,6
Equipo	8,1	5,9	9,2	9,9	10,4	-2,5	-24,8	1,8
Maquinaria	5,7	4,3	6,9	10,3	11,7	0,4	-23,1	2,1
Transporte	2,4	1,6	14,0	9,1	7,6	-8,9	-28,9	0,9
Construcción	13,3	12,8	6,1	6,0	3,2	-5,9	-11,9	-11,1
Viviendas	6,1	4,7	6,1	6,2	2,5	-10,7	-24,5	-16,8
Otras construcciones	7,2	8,1	6,2	5,8	4,0	-0,8	-0,1	-7,2
Otros productos (d)	4,4	3,9	7,1	7,5	0,8	-4,1	-16,2	-8,2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Contabilidad Nacional base 2000, precios corrientes.

b Contabilidad Nacional base 2000, tasas de variación de índices de volumen.

c Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

d Esta inversión incluye servicios inmobiliarios, jurídicos, de contabilidad, de consultoría técnica y de *software*, entre otros.

Las rentas de los hogares experimentaron un retroceso...

La renta disponible de los hogares se redujo un 4,4 % en términos reales, una caída no observada en las últimas décadas (véase gráfico 5.4). Este retroceso, que contrasta con el aumento del 1,6 % del año anterior, se explica por la confluencia de diversos factores. En primer lugar, el cambio de tono de la política fiscal moderó la aportación de las AAPP a la renta de los hogares, mientras que el impulso que proporcionaron en 2009 los ingresos netos por intereses revirtió en 2010, detrayendo renta de las familias, al disminuir en mayor proporción los intereses recibidos que los pagados. Además, las rentas salariales volvieron a descender, pues la menor intensidad de la destrucción de empleo se vio contrarrestada por la mayor moderación salarial en el sector privado y el recorte de los salarios de los empleados públicos. Finalmente, el descenso de la renta nominal, que cayó un 1,1 %, se vio engrosado por la pérdida de poder adquisitivo derivada del aumento de la inflación.

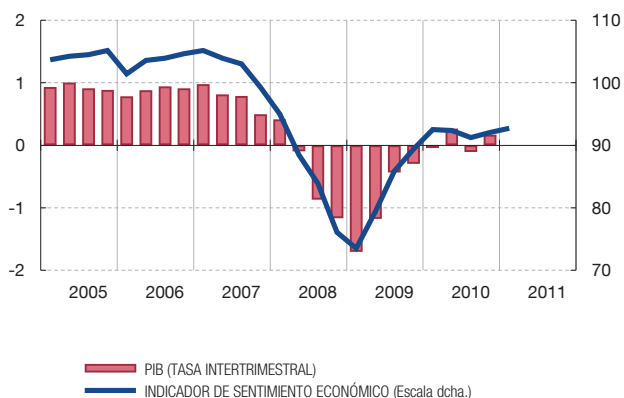
... lo que llevó a las familias a suavizar su consumo con cargo a su ahorro

A pesar del retroceso de la renta real, el consumo repuntó modestamente, lo que, en el contexto descrito de deterioro de la renta, provocó una fuerte caída de la tasa de ahorro de los hogares, que, al cierre de 2010, se situó en el 13,1 %, nivel que es casi 5 pp inferior al máximo alcanzado en 2009, aunque está aún algo por encima de su promedio histórico.

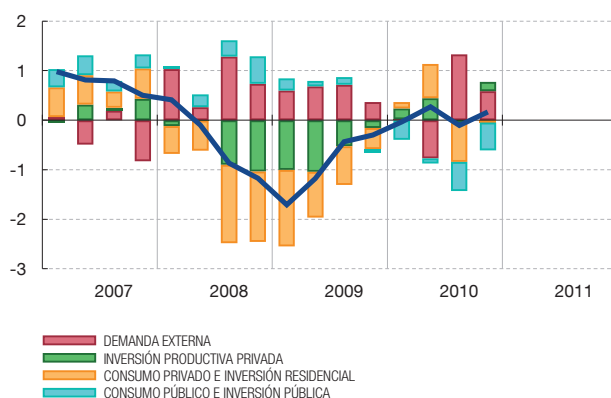
PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS (a)

GRÁFICO 5.3

PIB E INDICADOR DE CONFIANZA



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



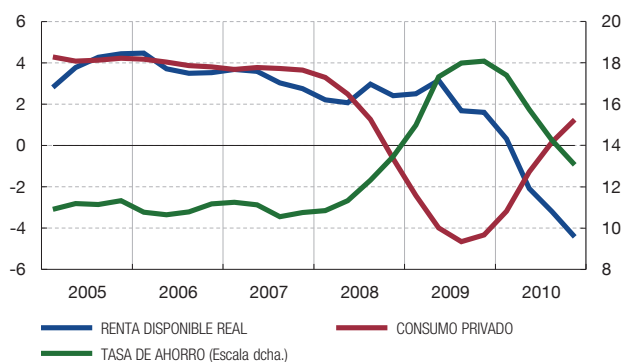
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Contabilidad Nacional base 2000. Tasas de variación sobre series ajustadas de estacionalidad de índices en volumen.

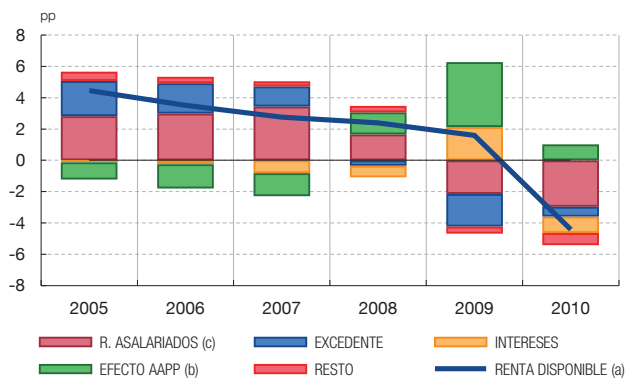
CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES

GRÁFICO 5.4

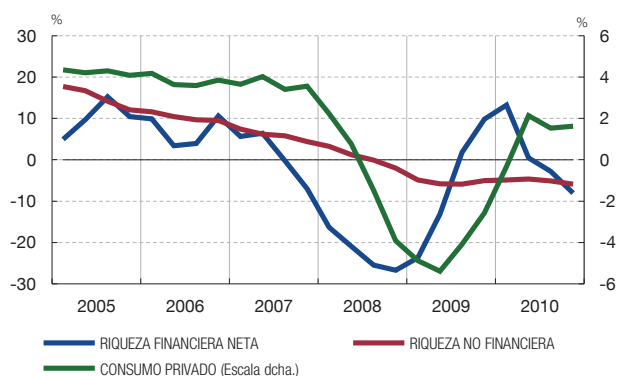
RENDA, CONSUMO Y TASA DE AHORRO (a)
(Acumulado de cuatro trimestres)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO REAL DE LA RENTA DISPONIBLE



RIQUEZA DE LAS FAMILIAS Y CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (d)



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

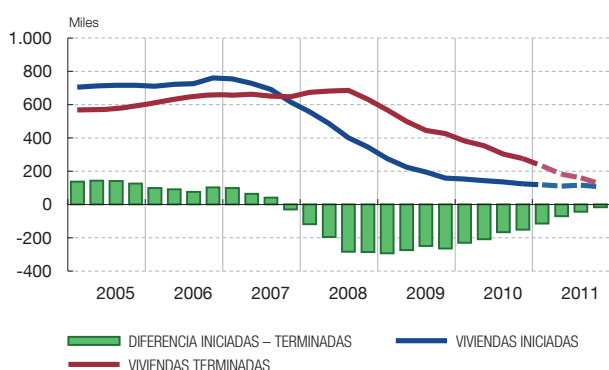
a Tasa interanual.

b Incluye prestaciones sociales, cotizaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.

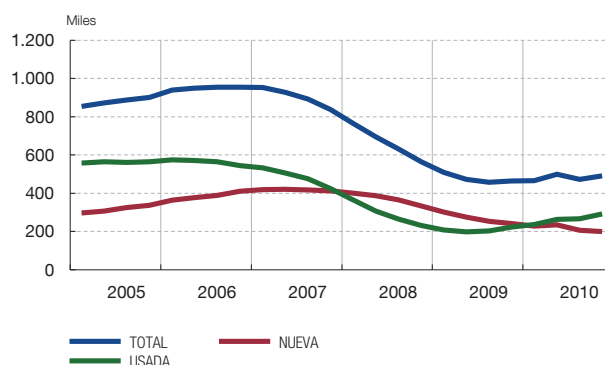
c Remuneración de asalariados, en términos brutos.

d Saldo entre el porcentaje de individuos que consideran que la situación mejora y los que consideran que empeora.

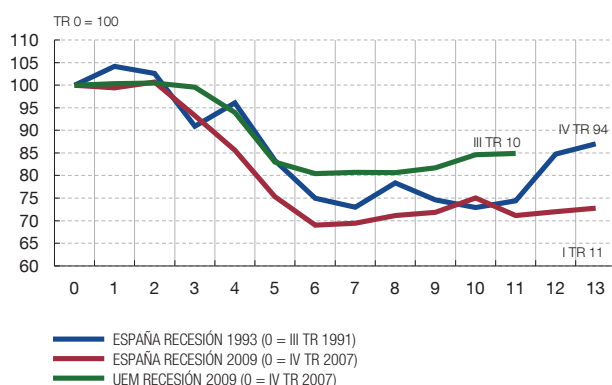
OFERTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO CUATRO TRIMESTRES)



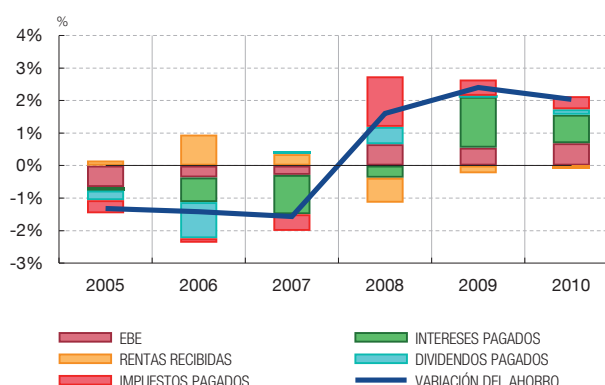
COMPRAVENTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO CUATRO TRIMESTRES)



INVERSIÓN EN BIENES DE EQUIPO: AJUSTE DESDE EL INICIO DE LA RECESIÓN TR 0: máximo del ciclo en tasa intertrimestral



VARIACIÓN DEL AHORRO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Porcentaje del PIB



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

Esta evolución parece obedecer al deseo de las familias de suavizar su patrón de consumo, reduciendo la elevada tasa de ahorro alcanzada en 2008 y 2009. Este papel amortiguador del ahorro ha venido respaldado por una cierta estabilización de la confianza de los consumidores, en parte influida por la moderación del ritmo de deterioro del mercado laboral, si bien la incertidumbre siguió siendo elevada y la confianza se mostró sensible a diversos acontecimientos, como las tensiones en los mercados de deuda soberana o, ya en 2011, el alza de los precios del petróleo o de los tipos de interés. En este sentido, en un contexto en el que prosiguen los descensos de renta real, el avance del consumo en 2011 será escaso, lo que no impedirá, al menos a corto plazo, que la tasa de ahorro registre un descenso adicional, hasta que las rentas den muestras de una cierta recuperación.

La inversión residencial continuó reduciéndose por el bajo nivel de iniciación de nuevos proyectos y el stock de viviendas sin vender se mantiene muy elevado

A lo largo del pasado año, la inversión residencial siguió mostrando una gran debilidad, como consecuencia de la gradual estabilización de la iniciación de viviendas en niveles muy reducidos, mientras que continuaron terminándose un número más elevado de ellas (véase gráfico 5.5). Esta evolución determinó un nuevo retroceso en el volumen de obra en ejecución, cuya tasa de variación se situó en torno al -17%. El desarrollo de nuevos proyectos residenciales continuó frenado en 2010 por la atonía de la demanda y por la presencia de un significativo volumen de viviendas sin vender, que llevó a que el número de viviendas iniciadas se situara en el entorno de las 125.000 unidades, lo que representa aproximadamente una sexta parte de las comenzadas apenas tres años antes. No obstante, la trayectoria de aproximación observada durante los últimos trimestres entre el número de viviendas iniciadas y termi-

nadas apunta hacia una estabilización del ritmo de construcción de viviendas y, por tanto, de la inversión residencial hacia finales del presente ejercicio.

En 2010, algunos factores transitorios contribuyeron a sostener la demanda de viviendas

Durante 2010 se interrumpió el ciclo de contracciones sucesivas de la compraventa de viviendas que se había iniciado en 2007, al registrar una variación interanual positiva, en torno al 6 %, con 490.000 viviendas vendidas. No obstante, esta cantidad representa poco más del 50 % de las transacciones de vivienda registradas en el máximo, que tuvo lugar en 2006. Además, el tímido avance observado durante el pasado año en las cifras de transmisiones obedece, en parte, al adelantamiento de decisiones de compra inducido por elementos transitorios de índole fiscal, tales como el incremento de la imposición indirecta en julio de 2010 y la eliminación parcial en enero de 2011 de las deducciones fiscales por compra de vivienda habitual. Simultáneamente, otros factores de carácter más permanente habrían ejercido influencias dispares. Por un lado, las decisiones de compra se vieron impulsadas por la mejora de los indicadores de accesibilidad asociada a los descensos en los precios de los activos residenciales y al escenario de bajos tipos de interés que predominó en la media del año. Por otro lado, la debilidad en la evolución de las rentas de los hogares y el endurecimiento de los criterios de concesión de créditos con finalidad hipotecaria habrían influido negativamente en el volumen de transacciones materializadas. Se estima que las viviendas iniciadas en la actualidad se encuentran ya por debajo de la demanda de nueva vivienda, de modo que el *stock* de viviendas sin vender se irá reabsorbiendo paulatinamente, si bien cabe esperar que la inversión residencial mantenga una marcada atonía durante algunos años, lo que también afectaría a los precios. A este respecto, el recuadro 5.1 realiza una comparación internacional del ajuste de los precios de la vivienda en la crisis.

La inversión empresarial continuó la ligera recuperación iniciada a finales de 2009, favorecida por las ventas al exterior

La inversión privada no residencial prolongó la trayectoria de suave dinamización iniciada a finales de 2009, llegando a mostrar tasas interanuales positivas en el segundo semestre de 2010, si bien en el conjunto del año registró un modesto retroceso del 0,6 %. Esta mejora gradual se produjo gracias al favorable comportamiento de la demanda exterior y al avance de la confianza en la industria. Asimismo, el coste de la financiación bancaria disminuyó en media anual y, aunque el resto de las condiciones de concesión de crédito siguieron siendo restrictivas, no experimentaron un empeoramiento adicional con respecto a 2009. Por último, la situación financiera de las empresas mejoró en 2010, con una ligera corrección de la ratio de endeudamiento y un incremento de la rentabilidad, dando lugar a una reducción de la presión financiera sobre la inversión (véase gráfico 6.6). En el año en curso se espera que la paulatina mejoría de la demanda interna y la continuación del comportamiento favorable de las ventas al exterior impulsen el dinamismo de la inversión empresarial, a pesar del previsible incremento del coste de financiación.

El gasto en bienes de equipo registró una tasa de variación positiva en 2010, aunque su recuperación está siendo moderada en comparación con otros episodios similares y con la UEM

Por productos se registró un comportamiento muy diferenciado. En particular, el equipo se expandió moderadamente, en parte porque, tras el fuerte retroceso de 2009, se incrementó la demanda de reposición. En conjunto, el ajuste de la inversión en equipo durante la crisis ha sido más severo que en el área del euro, y la fase inicial de recuperación cíclica se perfila con menor intensidad que en otros episodios similares (véase gráfico 5.5).

El incremento del ahorro y la caída de la inversión empresarial permitieron que las sociedades tuvieran capacidad de financiación

En un marco en el que el acceso a la financiación externa (crediticia y a través de valores) se mantuvo muy restringido, la generación de recursos internos permitió el sostenimiento de la inversión productiva privada, además de cierto desapalancamiento. En 2010 continuó la trayectoria de expansión del ahorro empresarial, apoyada en la recuperación del excedente bruto de explotación y en la reducción de la carga de intereses. Este aumento

Desde 2007, un grupo de países avanzados —entre ellos, España— están sufriendo un severo ajuste en sus mercados inmobiliarios. Previamente, durante la fase expansiva, en muchas de estas economías se observó un elevado crecimiento del precio de la vivienda y un notable dinamismo de la inversión residencial, hasta alcanzar niveles que resultaban difícilmente sostenibles, tanto desde la perspectiva de recursos productivos y financieros orientados a la actividad inmobiliaria como de la valoración de los activos. Entre 1997 y 2007, el precio medio de la vivienda, en términos reales, aumentó un 115 % en España, al tiempo que en Irlanda se incrementó casi un 160 %, en el Reino Unido un 140 % y en Estados Unidos en torno al 80 %; en Francia el aumento fue del 50 %, por encima del promedio de la zona del euro, que fue de un 40 % (véase gráfico 1). En la fase actual de ajuste se están corrigiendo los excesos acumulados previamente, con diferencias en la magnitud y el patrón de ajuste (de precios y cantidades) por países.

En el caso de España, la fase alcista del ciclo de la vivienda estuvo vinculada con fuertes presiones por el lado de la demanda, que, aunque estaban sustentadas, en parte, por la evolución de algunas variables fundamentales y se encontraron con una respuesta muy dinámica de la producción de viviendas, generaron una fuerte presión sobre el valor de los activos residenciales. Los elementos demográficos (población y tamaño del hogar) determinaron un elevado crecimiento de la demanda de viviendas, que también se vio impulsada por la reducción de los tipos de interés reales asociada al cambio de régimen que suponía la pertenencia al proyecto de la Unión Monetaria. Al ser la vivienda un activo de larga duración, su demanda y su precio son muy sensibles a descensos permanentes en los tipos de interés, sobre todo cuando, además, se dan condiciones propicias al aumento del crédito y del endeudamiento, como ocurrió en España. Aunque otros países pudieron compartir la naturaleza de algunos de estos factores, su impacto fue heterogéneo y tuvo una intensidad desigual. Así, por ejemplo, mientras que el endeudamiento de las familias en España aumentó hasta representar en 2007 aproximadamente el 130 % de su RBD, en Irlanda esa ratio alcanzó un nivel superior, hasta el 200 %. En otras economías, como Francia y, sobre todo, Estados Unidos y el Reino Unido, los cambios en esas variables de demanda fueron menos significativos.

La trayectoria alcista en el precio de la vivienda determinó un fuerte impulso de la actividad en un gran número de economías. A comienzos de 2007, el momento álgido del ciclo, la producción de viviendas nuevas mostraba niveles máximos en muchos mercados. El fuerte crecimiento en el volumen de viviendas iniciadas y, por ende, en la construcción tuvo su reflejo en las magnitudes de Contabilidad Nacional, de modo que el peso de la inversión en vivienda sobre el PIB mostró una trayectoria creciente en estas áreas, alcanzando en Irlanda y España cotas particularmente elevadas en 2006, hasta el 14 % y el 9 %, respectivamente (véase gráfico 2). En ocasiones, la presión de la demanda sobre los activos reales no se limitó a la vivienda, sino que también se trasladó hacia los activos inmobiliarios no residenciales (centros comerciales, oficinas, etc.), impulsando la exuberancia de la inversión en

este segmento del mercado, mediante el desarrollo desproporcionado de nuevos proyectos, e induciendo unas trayectorias en los precios de estos activos, que a la postre se revelaron insostenibles, siendo especialmente paradigmática, en esta circunstancia, la situación del mercado inmobiliario irlandés.

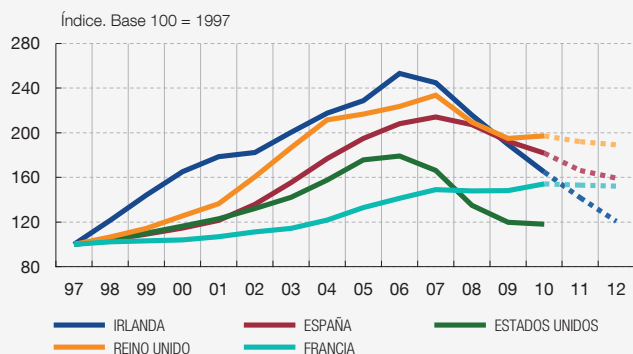
Aunque los fundamentos macroeconómicos existentes en la fase de expansión podían justificar una senda ascendente en los precios de la vivienda y la inversión residencial, también existe un consenso de que los incrementos observados podían contener un componente no despreciable de sobre-reacción. Así, en relación con los precios, de acuerdo con el análisis elaborado por el Fondo Monetario Internacional, el mercado residencial en España presentaba a finales de 2007 un nivel de los precios en términos reales que superaba en un 17 % al justificado por sus determinantes, si bien debe señalarse que la magnitud estimada para otras economías era superior (en Irlanda, Reino Unido y Francia, la sobrevaloración alcanzaba el 32 %, el 28 % y el 22 %, respectivamente) (véase gráfico 3).

Aunque la situación del sobredimensionamiento en los mercados de la vivienda de estos países era patente a comienzos de 2007, el desarrollo de la crisis financiera internacional agudizó los elementos de fragilidad, dando lugar a unas trayectorias de ajuste muy acusadas. En el caso irlandés, el hecho de que la expansión observada tanto en los precios de la vivienda como en la inversión residencial durante la fase de auge fuera la más intensa apuntaba a que la corrección en este país podría ser superior a la de otras economías. Así, de acuerdo con la información proporcionada por la Contabilidad Nacional, el descenso acumulado desde máximos en la inversión residencial hasta la fecha se situaría próximo al 70 % en Irlanda, al tiempo que la caída en otros mercados revestiría menor intensidad (un 57 % en Estados Unidos y un 43 % en España, mientras que en el Reino Unido el descenso ha sido aproximadamente del 20 %).

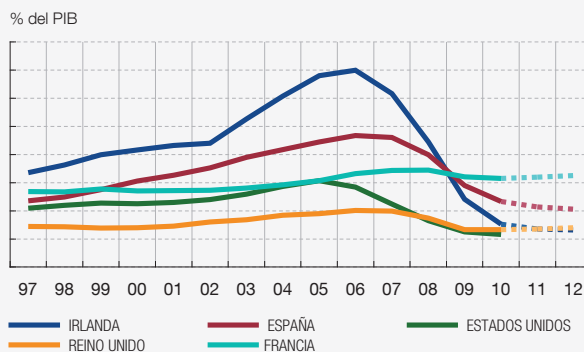
El ajuste de los precios de la vivienda también ha sido más intenso en Irlanda, con un descenso acumulado del 35 % en términos reales, similar al observado para Estados Unidos. Sin embargo, conviene puntualizar que, en el caso del mercado norteamericano, el ajuste se agotó en 2009 y que los precios se mantienen relativamente estables desde entonces. Por el contrario, en Irlanda la trayectoria descendente en los precios se ha prolongado hasta el momento actual. En Reino Unido, el ajuste real de los precios de la vivienda ha sido menos pronunciado, totalizando un descenso próximo al 17 %. Para 2011 y 2012 se prevén descensos adicionales de los precios en Irlanda y, más modestos, en el Reino Unido.

En el caso de España, los precios de la vivienda, de acuerdo con la información del Ministerio de Fomento, acumulan un descenso en términos reales del 20 % desde 2007 hasta el primer trimestre de 2011 (-15 % en términos nominales), ligeramente más pronunciado que el observado en el Reino Unido. Además de la diferente evolución de los fundamentos antes comentada, que justificaría una corrección distinta en cada caso, algunos rasgos del mercado hipotecario español, donde los deudores responden con todo

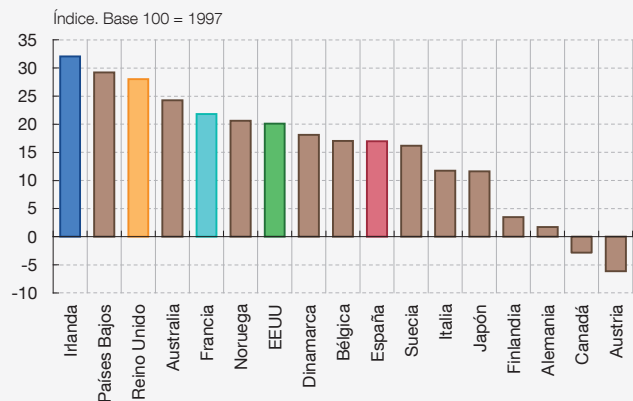
1 PRECIO DE LA VIVIENDA (TÉRMINOS REALES) (a)



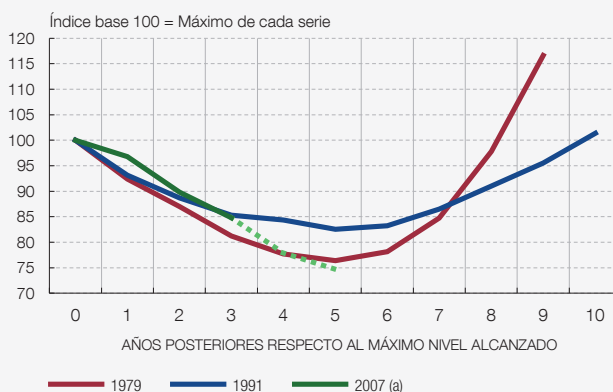
2 INVERSIÓN EN VIVIENDA



3 ESTIMACIÓN DE LA SOBREVALORACIÓN DE LOS PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA EN 2007 SEGÚN EL FMI (b)



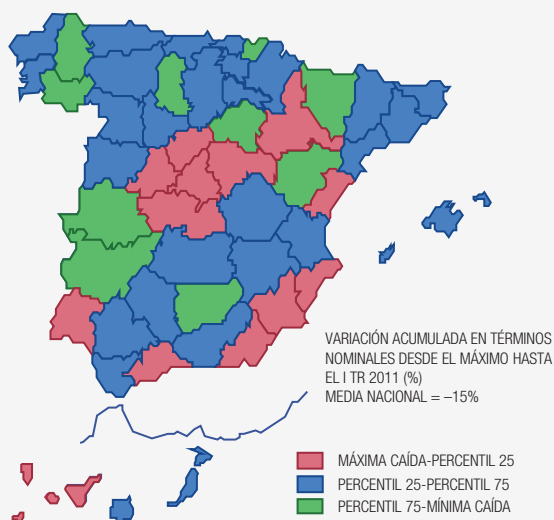
4 COMPARACIÓN DEL CICLO ACTUAL Y ANTERIORES EN EL PRECIO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA



5 INDICADOR DE ESFUERZO PARA LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA EN ESPAÑA (c)



6 DESGLOSE PROVINCIAL DEL AJUSTE DEL PRECIO DE LA VIVIENDA



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

- a Las previsiones para 2011 y 2012 proceden del escenario central de EBA (marzo de 2011).
- b World Economic Outlook (octubre de 2007 y abril de 2008). Para Estados Unidos, el cálculo corresponde a 2006.
- c Esfuerzo teórico anual sin deducciones.

su patrimonio de las deudas contraídas, frente a otros países, como Estados Unidos, donde la responsabilidad se limita, en algunos casos, a la vivienda hipotecada, introducen un elemento de soporte en el ajuste de los precios en España. Esa característica se refleja, además, en una ratio de morosidad de los préstamos hipotecarios relativamente pequeña en España en comparación con otros países.

Es también importante destacar que el ajuste medio de los precios de la vivienda en España esconde diferencias significativas en función de las características particulares de cada vivienda (localización geográfica o dentro de las ciudades, antigüedad, si se trata de viviendas principales o secundarias, etc.). Así, el área que engloba a las provincias del arco mediterráneo y las próximas a la Comunidad de Madrid ha registrado un descenso promedio de los

precios 5 pp más pronunciado que el agregado nacional, mientras que en otras zonas, en cambio, los recortes han sido muy pequeños e incluso nulos (véase gráfico 6). Asimismo, es preciso destacar que el ajuste real acumulado de los precios de la vivienda en España en el actual ciclo es similar, hasta el momento, al que tuvo lugar durante la fase de corrección de comienzos de los años noventa, si bien podría esperarse una continuación de recortes moderados en el horizonte próximo como consecuencia del importante saldo de viviendas en venta y del previsible aumento del coste de financiación hipotecaria, que presionará a la baja el valor de los activos para moderar su impacto sobre los indicadores de accesibilidad (véase gráfico 5). De esta forma, la corrección acumulada del precio de la vivienda podría alcanzar un 25 % en términos reales en 2012, aproximándose a la senda observada en la crisis inmobiliaria de la década de los setenta (véase gráfico 4).

del ahorro, junto con la moderada caída de la inversión, permitió una mejora de la situación patrimonial de las empresas, que alcanzaron una capacidad de financiación del 0,4 % del PIB en 2010.

Las AAPP realizaron una aportación fuertemente contractiva al crecimiento de la demanda

Por último, como se ha indicado, la demanda de las AAPP tuvo un comportamiento contractivo. La aceleración en primavera del proceso de consolidación presupuestaria provocó que el consumo e inversión públicos, que con anterioridad habían contribuido al sostenimiento de la demanda interna, dejaran de hacerlo en 2010. Además, dado el ajuste fiscal pendiente, cabe esperar que estos componentes de gasto mantengan su contribución negativa en los próximos años.

3.2 LA DEMANDA EXTERIOR

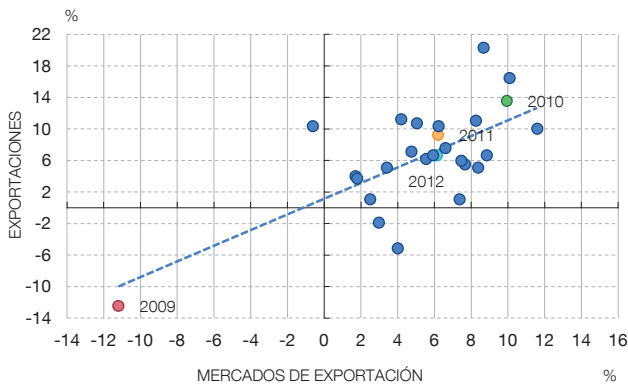
En 2010 la contribución de la demanda exterior neta al avance del PIB volvió a ser positiva, gracias al mayor dinamismo de las exportaciones

La demanda exterior neta tuvo, de nuevo, una notable aportación positiva al crecimiento del PIB en 2010 (1 pp), aunque fue inferior a la registrada en 2009. Debe destacarse el notable dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios (que crecieron más de un 10 % en términos reales), mientras que las importaciones de bienes y servicios también se recuperaron, aunque en menor medida, pues registraron un modesto avance (un 5,4 % en términos reales) ante el débil repunte de la demanda final. En los meses transcurridos de 2011, los flujos comerciales han mostrado una marcada fortaleza, mayor en el caso de las exportaciones, por lo que se prevé que la demanda exterior neta vuelva a presentar una aportación positiva al producto.

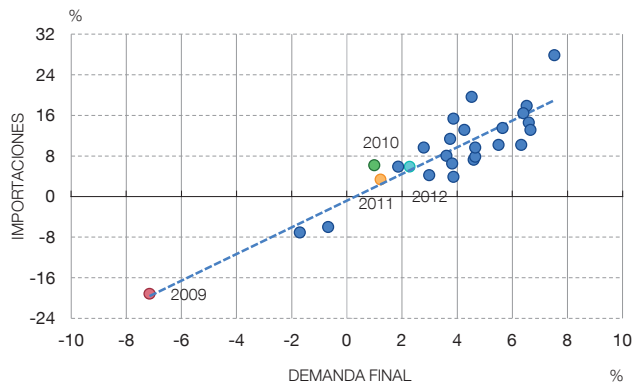
Las exportaciones de bienes encabezaron la recuperación de la economía española, al beneficiarse de la expansión del comercio mundial y de las mejoras de competitividad acumuladas...

Tras el colapso del comercio mundial en 2009, las exportaciones de bienes fueron el principal motor de crecimiento de la economía española en 2010, con un incremento anual del 13,6 % anual, superior al de nuestros mercados de exportación. El impulso recibido del auge del comercio mundial y de las ganancias de competitividad —debidas, en buena medida, a la contención de salarios— compensó con creces el efecto negativo derivado de la progresiva desaparición de las medidas de carácter excepcional implementadas en algunos países el pasado año, como los programas de apoyo a la sustitución de vehículos que habían estimulado las ventas al exterior en 2009. Además, el contexto de debilidad de la demanda nacional pudo animar a las empresas españolas a colocar sus productos en el exterior.

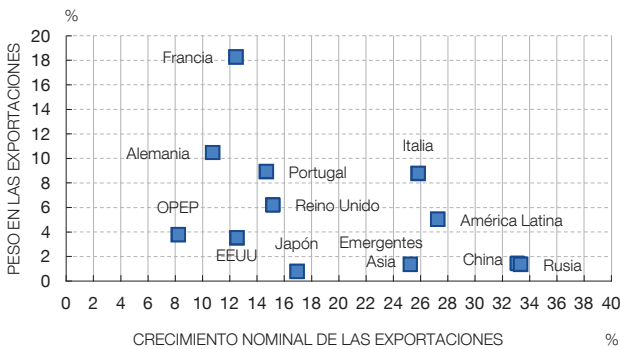
EXPORTACIONES DE BIENES Y CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA 1985-2012 (tasas de variación)



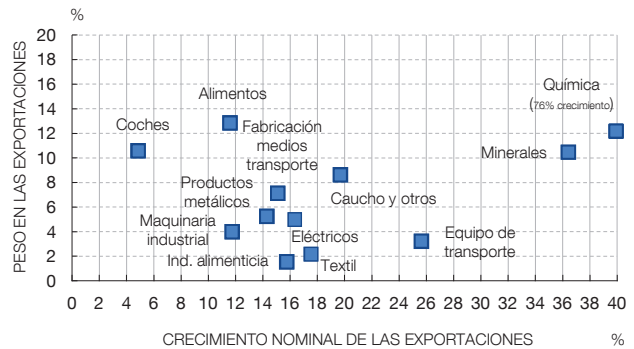
IMPORTACIONES DE BIENES Y DEMANDA FINAL 1985-2012 (tasas de variación)



EXPORTACIONES DE BIENES POR ÁREAS GEOGRÁFICAS Año 2010



EXPORTACIONES DE BIENES POR GRUPOS DE PRODUCTOS Año 2010



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

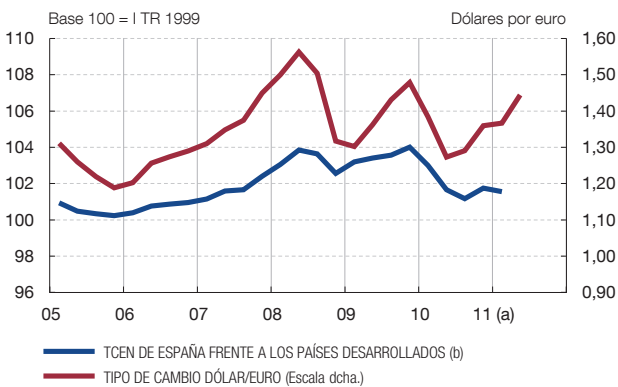
... con un dinamismo bastante generalizado, tanto por áreas geográficas como por productos

La información disponible a nivel empresarial apunta a que el drástico descenso de las exportaciones de bienes en 2009 se basó, sobre todo, en la reducción de la cantidad media exportada por cada empresa y, en mucha menor medida, en la salida de las empresas de los mercados exteriores, lo que sugiere que estas resistieron bien la crisis del comercio mundial, facilitando la recuperación posterior de sus ventas. Si bien la presencia de nuestras empresas en los mercados de mayor crecimiento (en particular, en economías emergentes) es aún reducida, las ventas a estas economías registraron tasas de avance muy elevadas en el conjunto de 2010, lo que está contribuyendo a la necesaria diversificación geográfica de las exportaciones españolas (véase gráfico 5.6). Finalmente, por tipos de productos, la aceleración de las ventas al exterior fue generalizada, destacando los bienes destinados a la industria química y metalúrgica y los bienes de equipo de transporte, mientras que las ventas de automóviles, aunque crecieron algo menos, contribuyeron significativamente a la recuperación de las exportaciones en 2010, dado su elevado peso en el total.

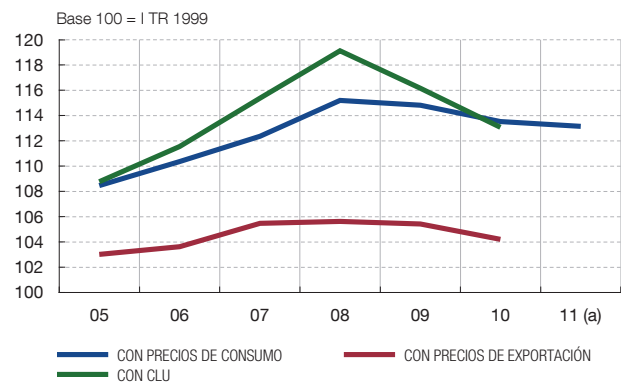
La cuota de exportaciones de bienes en los mercados mundiales aumentó ligeramente

En el conjunto de 2010, la cuota de exportación de España en el mundo, en términos reales, mejoró ligeramente, tras mantenerse relativamente estable en los dos últimos años, al contrarrestar la ganancia de cuota en los países desarrollados, en particular, en la zona del

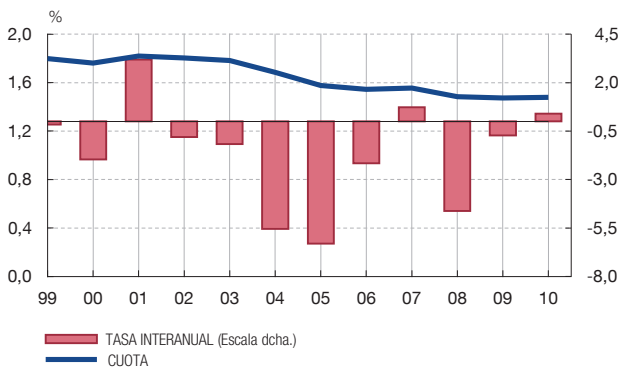
TIPOS DE CAMBIO



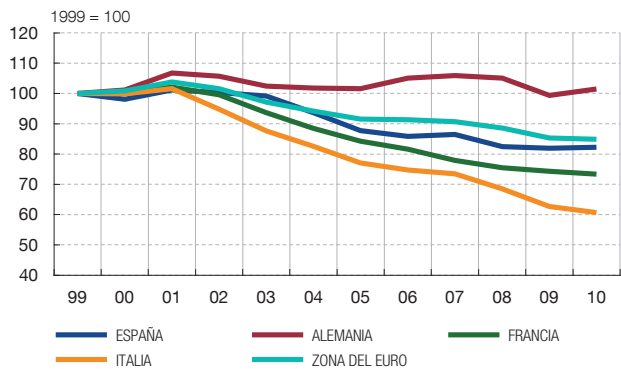
TCER FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (b)



CUOTA DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES EN EL MUNDO, A PRECIOS CONSTANTES DE 2000



CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES, EN TÉRMINOS REALES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, OCDE, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Economía y Hacienda.

a Promedio de datos disponibles.

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

euro, la pérdida en las áreas emergentes (véase gráfico 5.7). En el área del euro también Alemania amplió su cuota de mercado, mientras que las de Francia y, especialmente, Italia descendieron. En los primeros meses de 2011, las exportaciones han continuado impulsando el crecimiento, con un dinamismo superior al de los mercados mundiales, lo que sugiere que la cuota podría seguir aumentando.

Las exportaciones de servicios también registraron crecimientos positivos, aunque más moderados que en el caso de los bienes

Las exportaciones de servicios retomaron asimismo la senda de crecimientos positivos en 2010 (un 4,2 %), especialmente los servicios no turísticos (un 5,5 %), en consonancia con el avance de la actividad y, en particular, del comercio de bienes y flujos de turistas, que impulsaron los servicios de transporte. Los ingresos por turismo se beneficiaron de la superación de la crisis económica en algunos de los principales países emisores de turistas hacia España y de la debilidad del tipo de cambio del euro frente al dólar y la libra, lo que, unido a la agresiva política de reducción de precios, contribuyó a mitigar la competencia creciente de países del Mediterráneo Oriental. Con todo, el impacto negativo de algunos acontecimientos de carácter excepcional, como el cierre temporal del espacio aéreo europeo por la erupción de un volcán islandés, las condiciones climatológicas adversas y la huelga de controladores aéreos en España, motivaron que los ingresos turísticos crecieran todavía a tasas moderadas en 2010 (un 2,5 %). En 2011, se prevé que las exportaciones de servicios intensifiquen su ritmo de crecimiento, porque continúa

el fortalecimiento de la situación económica de nuestros principales clientes y por la redirección de turistas hacia España ante la inestabilidad geopolítica surgida en algunos países árabes.

El ritmo de recuperación de las importaciones estuvo influido por dos factores, que ejercieron efectos contrapuestos: la debilidad de la demanda doméstica y el dinamismo de las exportaciones

La recuperación de las importaciones de bienes fue mucho más moderada que la de las exportaciones (con un aumento anual del 6,2 %), dada la debilidad de la demanda nacional y el encarecimiento de los productos importados, fundamentalmente de las materias primas. Con todo, en 2010 volvió a aumentar la penetración de las importaciones en la demanda final. El perfil de las importaciones a lo largo del año vino determinado en buena medida por el adelanto de las decisiones de consumo al segundo trimestre de 2010 en detrimento del tercero —lo que indica la dependencia de la economía española de bienes que no tienen un equivalente en la producción nacional—. Al cierre del año, el avance de las importaciones estuvo muy ligado al dinamismo de las exportaciones, especialmente significativo en las ramas con una gran dependencia de *inputs* importados. En 2011, el crecimiento de las importaciones estará de nuevo condicionado por la relativamente moderada recuperación de la demanda doméstica, en especial, del consumo privado, y por el aumento de sus precios, si bien la fortaleza de las exportaciones podría ejercer algún impacto positivo sobre las compras al resto del mundo.

4 La actividad

La actividad en la economía de mercado atenuó su caída en 2010, todavía lastrada por la contracción de la construcción

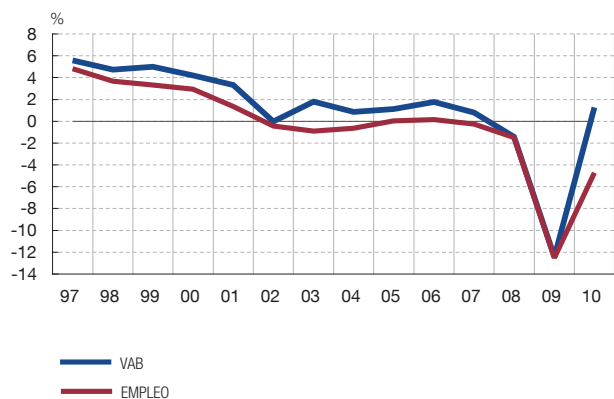
El retroceso de la actividad en el conjunto de la economía de mercado se atenuó en más de 4 pp en términos de su valor añadido bruto (VAB), hasta el -0,4 %, descenso que supera en tres décimas al del conjunto del PIB. Tanto las ramas industriales como las de servicios registraron tasas de variación positivas, aunque modestas, tras las notables caídas de 2009, mientras que el VAB de la construcción mantuvo un fuerte ritmo de contracción. Por su parte, el VAB de los servicios de no mercado se desaceleró de forma notable a lo largo del año, creciendo, en media anual, un 0,8 %, frente al 2,1 % del ejercicio precedente.

Las ramas industriales y energéticas volvieron a crecer, tras dos años consecutivos de caídas, apoyadas en las exportaciones

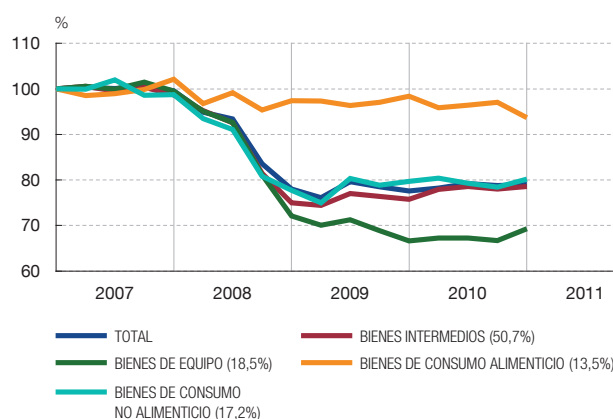
Tras el fuerte ajuste acumulado en los dos años anteriores, el VAB de las ramas de industria y energía retornó a tasas positivas en 2010 —en concreto, del 1,3 %—, impulsado por la demanda externa (véase gráfico 5.8). Todos los grandes sectores industriales crecieron, salvo las ramas destinadas a la producción de bienes de equipo, que, aunque siguieron cayendo, lo hicieron a un ritmo notablemente inferior. Los mayores avances correspondieron a las ramas productoras de bienes intermedios —en particular, la industria química, en línea con el dinamismo de las exportaciones de esta rama— y, en menor medida, de bienes de consumo no alimenticio.

Pese a la modesta recuperación observada el pasado año y al inicio de 2011, el nivel actual de la producción industrial es todavía aproximadamente un 20 % inferior al registrado en 2007, contracción que es más acusada que en los principales países del área del euro. Estos desarrollos se deben en parte a los efectos de arrastre que está teniendo la caída de la construcción sobre algunas ramas industriales. Un elemento más positivo viene dado por el hecho de que sean las ramas con mayor contenido tecnológico las que han sufrido un menor ajuste durante la crisis y las que han mostrado una evolución más favorable en los primeros estadios de la recuperación, lo que probablemente está relacionado con su mayor orientación exportadora. No obstante, su peso reducido en el conjunto de la industria —en torno al 7,5 %— limita su contribución a la expansión del sector, que en el futuro dependerá del comportamiento de las ramas de intensidad tecnológica media o baja e intensivas en mano de obra, que son las de mayor dimensión.

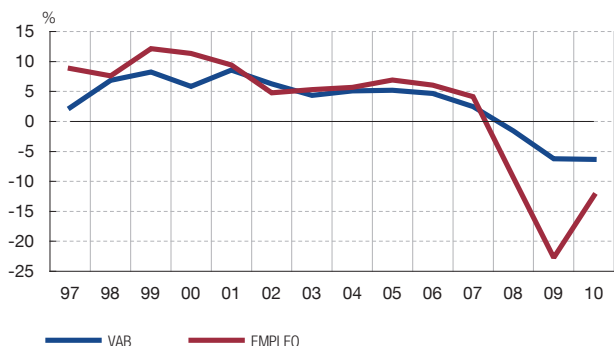
INDUSTRIA Y ENERGÍA
Tasa interanual



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Corregido de efectos de calendario y desestacionalizado (Base: I TR 2007 = 100)



CONSTRUCCIÓN
Tasa interanual



SERVICIOS DE MERCADO
Tasa interanual



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Los servicios de mercado también mostraron cierta mejoría, basada principalmente en la demanda interior

El VAB de los servicios de mercado aumentó un 0,4 % en 2010, tras el significativo descenso, cercano al 2 %, registrado el año anterior. En comparación con la industria, el retroceso del sector durante la recesión ha tenido una intensidad muy inferior. Además, las ramas de los servicios de mercado ya han recuperado, por lo general, niveles de producción similares a los previos a la crisis. La rama de comercio, que es la de mayor tamaño, experimentó oscilaciones a lo largo de 2010 como consecuencia de la introducción del IVA en julio, si bien ha venido manteniendo un tono general de debilidad vinculado al que presenta el consumo. Otras ramas, como la hostelería y los servicios de transporte y almacenamiento, se han beneficiado del dinamismo de las exportaciones de bienes y del turismo, que ha permitido compensar parcialmente la mayor atonía de la actividad doméstica.

La construcción acentuó ligeramente su ritmo de caída, pues al ajuste del componente residencial se sumó la fuerte contracción de la obra pública

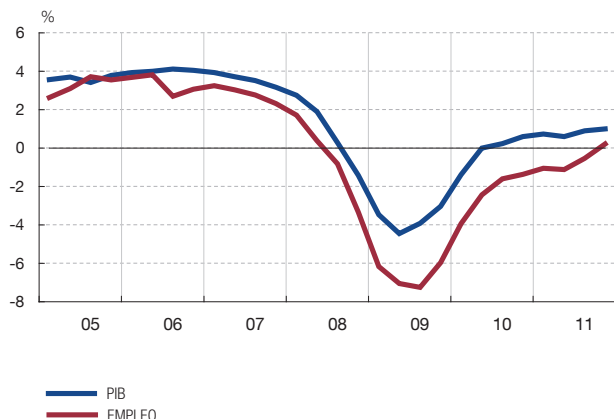
El VAB de la construcción continuó inmerso en el intenso proceso de ajuste iniciado tres años atrás, con una caída superior al 6 % en 2010. Esta evolución, como ya se puso de manifiesto al analizar la evolución de la demanda, se debió tanto a la continuación del intenso ajuste de la inversión residencial como a la fuerte reducción de la inversión pública promovida en el marco del proceso de consolidación fiscal.

5 El mercado de trabajo

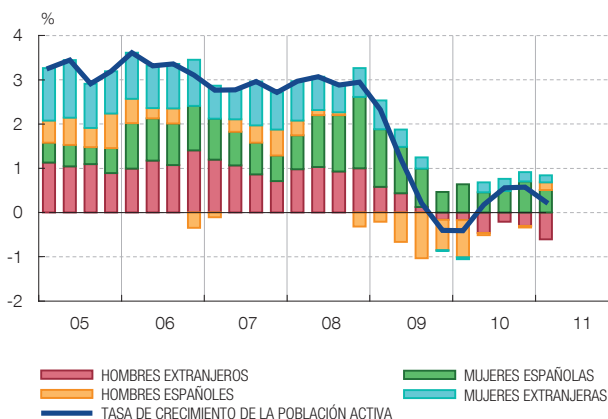
En 2010 la destrucción de empleo continuó, pero a un ritmo menos intenso

El empleo cayó a lo largo de 2010 a un ritmo promedio del 2,3 %, que alcanzó el 4 % en las ramas de la economía de mercado, de forma que la destrucción acumulada de puestos de trabajo desde el tercer trimestre de 2007 ha superado los dos millones; ello pone en evidencia la severidad del impacto de la crisis económica sobre el empleo. No obstante, en relación con 2009, el descenso en la ocupación se moderó en más de 4 pp (véase

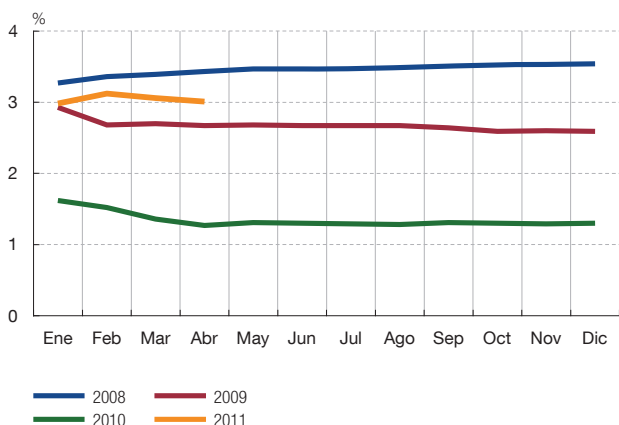
PRODUCTO Y EMPLEO (a)
Tasas interanuales



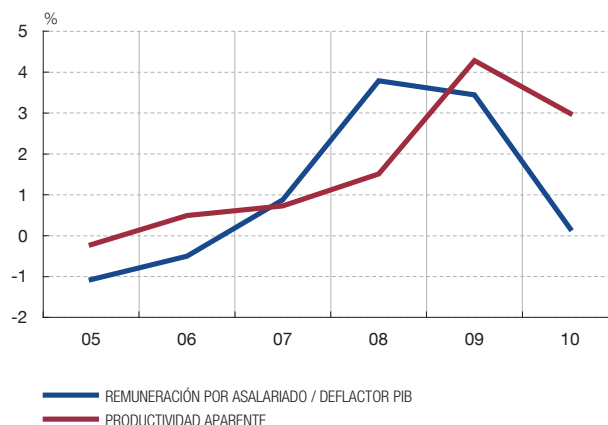
CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA POBLACIÓN ACTIVA
Contribuciones por sexo y nacionalidad (b)



TARIFAS SALARIALES (c)



SALARIOS REALES Y PRODUCTIVIDAD
EN LA ECONOMÍA DE MERCADO (d)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo. A partir del primer trimestre de 2011 los datos corresponden a los que aparecen en el Informe de proyecciones de la economía española publicado en marzo de 2011.
- b Las series de la EPA están enlazadas en función de la muestra testigo del primer trimestre de 2005.
- c Datos acumulados desde enero hasta el último mes disponible del año. Último dato: abril de 2011.
- d CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo.

gráfico 5.9). De cara al futuro, al igual que en el caso de la actividad, se prevé que la recuperación en el empleo sea lenta.

La productividad mantuvo el comportamiento contracíclico habitual

La productividad en 2010 creció un 2,3 %, ritmo más moderado que en el año anterior, confirmando nuevamente el carácter contracíclico de esta variable en la economía española. Este comportamiento es el resultado de la combinación de una elevada rigidez salarial con una fuerte segmentación del mercado de trabajo, que provoca que los ajustes ante perturbaciones se realicen prioritariamente por la vía del empleo, en particular, de carácter temporal, que tiene en promedio un nivel formativo y una experiencia inferiores al resto de colectivos de trabajadores, por lo que su disminución se traduce en un aumento de la productividad media. De hecho, la caída del empleo temporal en 2010 fue del 4 %, frente al -1,5% del empleo indefinido. Esta pauta de comportamiento fue generalizada en las ramas de economía de mercado, destacando el repunte de la productividad en la industria.

La construcción siguió destruyendo empleo a un ritmo acusado...

Durante 2010 la construcción continuó siendo el sector que más empleo destruyó, con una variación promedio del $-12,5\%$, si bien el descenso del empleo en la industria también fue abultado ($-5,8\%$). Por su parte, el empleo en los servicios de no mercado mostró un crecimiento del $2,2\%$, similar al del año anterior, aunque con un perfil de desaceleración a lo largo del año. Según los datos del Registro de Personal al Servicio de las AAPP, el crecimiento habría sido más moderado, en el entorno del $0,8\%$ (con datos hasta julio de 2010), frente al $2,2\%$ registrado en 2009, como resultado de la progresiva aplicación del plan de reducción de empleo público.

... mientras que otras ramas llegaron a detener sus caídas de empleo

Si bien la destrucción de empleo se extendió a casi todas las ramas de la economía de mercado, el ritmo de deterioro se moderó con respecto a las caídas experimentadas en 2009. El perfil trimestral a lo largo de 2010 revela que en los servicios de mercado la destrucción de empleo prácticamente se ha detenido, mientras que en la agricultura se produjo una tímida creación de puestos de trabajo.

Las decisiones de participación apenas reaccionaron a las negativas condiciones del mercado de trabajo

En contraste con crisis anteriores, la tasa de actividad siguió mostrando una cierta fortaleza, a pesar del fuerte deterioro del mercado laboral. Así, la tasa de actividad creció moderadamente (una décima, hasta el 60%), de tal forma que el crecimiento de la población activa se mantuvo en terreno positivo ($0,2\%$), aunque inferior al del año 2009 ($0,8\%$), debido a la desaceleración en el aumento de la población inmigrante que se viene registrando desde poco después del inicio de la crisis. Por colectivos, la participación masculina y la de los grupos de edades más jóvenes (de 16 a 24 años) sí reaccionaron negativamente a la situación cíclica, observándose en el caso de estos últimos un incremento en su participación en acciones formativas. La reducción de la participación de estos grupos no fue suficiente, sin embargo, como para compensar la tendencia hacia una mayor participación femenina en el mercado laboral.

El avance del desempleo fue intenso, pero menor que en 2009

El número de desempleados moderó su crecimiento, pero siguió aumentando con fuerza, hasta el $11,6\%$ en 2010, y la tasa de desempleo se elevó hasta el $20,1\%$, más de 2 puntos por encima de la de 2009. Este aumento fue generalizado, aunque más acusado entre los más jóvenes, aquellos con menor nivel de formación y de nacionalidad extranjera. El desempleo de larga duración repuntó con intensidad y su incidencia relativa ($42,5\%$) se situó en niveles elevados ($52,6\%$ en el tramo de edad 45-64 años), situación preocupante, dadas las mayores dificultades para retornar al mercado laboral que sufren los trabajadores en esta situación.

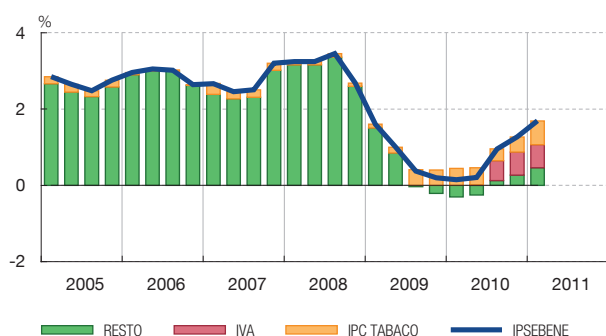
Los salarios se moderaron en 2010...

La firma en febrero de 2010 del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) 2010-2012 por parte de los agentes sociales, así como el significativo recorte de los salarios de los empleados públicos y las moderadas tasas de inflación derivadas de la brecha de desempleo, crearon un marco favorable para la moderación de los salarios a lo largo de 2010. La remuneración por asalariado en la economía de mercado creció un $1,4\%$, $2,3$ pp menos que en 2009, en coherencia con la evolución de las tarifas salariales acordadas en la negociación colectiva ($1,3\%$, frente al $2,3\%$ de 2009). La desaceleración en los servicios de no mercado fue aún más intensa, llegando incluso a caer un $1,8\%$ en el promedio del año, debido al recorte salarial en las AAPP.

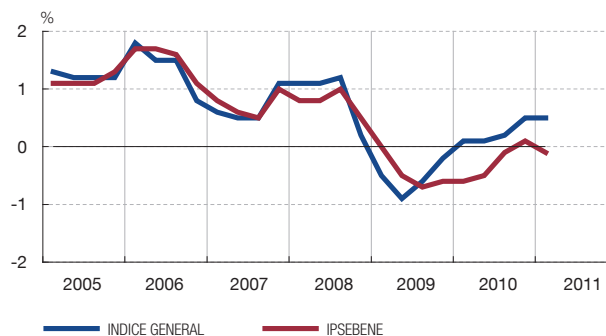
... aunque hay indicios de repunte en 2011

Sin embargo, el fuerte repunte que experimentó la inflación en el tramo final del año 2010 y en los primeros meses de 2011 ha conducido a que los incrementos salariales de los convenios que se han registrado a comienzos del presente ejercicio sean superiores a los del año anterior, en el entorno del 3% . Existe el riesgo, por tanto, de que la alta inflación de finales de 2010 y principios de 2011 se traslade en exceso a los salarios y con ello se dificulte la recuperación de la competitividad y del empleo.

CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPSEBENE (a)



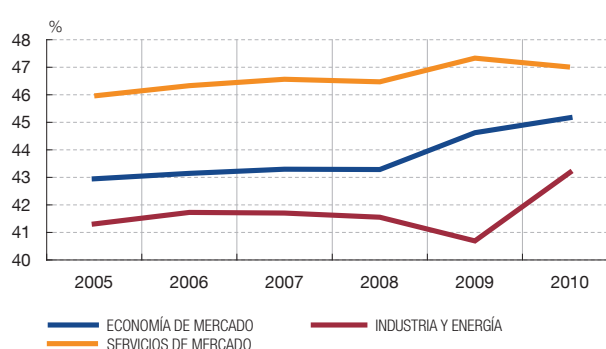
DIFERENCIAL DE INFLACIÓN (IAPC) ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



COSTE LABORAL UNITARIO E IPSEBENE



PARTICIPACIÓN DEL EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN (s/VAB)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El IPC de tabaco no incluye el efecto estimado del aumento de los tipos impositivos del IVA.

6 Los precios y los costes

La inflación está mostrando una tendencia alcista, debido a factores de naturaleza, en principio, transitoria...

A lo largo del año pasado continuó el proceso de aumento gradual de la tasa de crecimiento del IPC que se había iniciado en el verano de 2009 (véase gráfico 5.10). En concreto, el incremento medio anual en 2010 fue del 1,8 %, y el del mes de diciembre, del 3 %, 2,2 pp por encima de la tasa observada en el mismo mes del año anterior. Esta tendencia al repunte de la inflación continuó al inicio de 2011, hasta alcanzar un máximo en abril del 3,8 % y comenzar a flexionar a la baja a partir de entonces. La evolución descrita responde, sobre todo, a la concurrencia de varios elementos de naturaleza predominantemente transitoria cuyo impacto sobre la tasa de variación del IPC debería desaparecer, en principio, en el curso de 2011. Entre estos factores se encuentran el encarecimiento de las materias primas en los mercados internacionales —especialmente el petróleo—, algunas subidas impositivas —dentro del conjunto de medidas de consolidación fiscal— y el aumento de determinados precios regulados.

Por este motivo, para explicar la evolución de la inflación durante 2010 y principios de 2011 resulta de utilidad realizar una descomposición contable de la tasa interanual del IPC, en la que se cuantifique de forma aproximada la contribución de cada uno de estos elementos. La diferencia entre el indicador global y la aportación conjunta de estos factores proporciona una visión más adecuada de las presiones inflacionistas subyacentes. En concreto, de los 2,2 pp de aumento de la inflación entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010, el conjunto de elementos transitorios explicaría 1,4 pp, y la parte residual, que no estaría relacionada con ellos, 0,8 pp.

... que incluyen la evolución de los precios energéticos...

El comportamiento de los precios de los bienes energéticos explica 0,7 pp del aumento de la inflación en el curso del año pasado. La notable aceleración de estos precios durante 2010 y principios de 2011 reflejó, sobre todo, una perturbación de naturaleza externa, como es el encarecimiento del petróleo, cuyo precio en dólares repuntó sustancialmente, en un contexto de fuerte expansión de la demanda de los países emergentes, tensiones geopolíticas en algunos países productores y escasez de nuevas prospecciones. Pero, además, otros factores han contribuido al incremento de los precios energéticos. En primer lugar, los precios antes de impuestos de los carburantes y otros combustibles no solo reflejaron con rapidez, como es habitual, la subida del coste del petróleo, sino que los aumentos fueron mayores en España que en el conjunto de la zona del euro, lo que podría ser consecuencia de un grado de competencia insuficiente en el sector, así como de la rigidez de la demanda energética en España. En segundo lugar, se produjeron incrementos de los precios regulados del gas natural y butano y de la electricidad con el fin de adecuarlos a los costes.

... y la imposición indirecta

Entre las medidas de consolidación fiscal con efectos directos sobre los precios destaca el incremento de los tipos del IVA en julio de 2010. Los precios finales habrían aumentado 1,1 pp si la traslación de la variación impositiva hubiera sido completa. No obstante, las diferentes estimaciones disponibles señalan que la traslación efectiva fue de alrededor del 50 % del total, de modo que el incremento impositivo explicaría 0,6 pp de la variación del IPC general. Esta traslación es inferior a la estimada a raíz de los incrementos de los tipos del IVA de 1992 y 1995, lo que podría explicarse por la debilidad del consumo de las familias en la actual coyuntura cíclica, que ha conducido a que los márgenes de productores y minoristas hayan absorbido una parte del alza impositiva. Por otro lado, el aumento de la imposición sobre el tabaco también tuvo un efecto apreciable en el IPC.

El IPSEBENE alcanzó el mínimo anual de la serie histórica...

En el promedio del año pasado, el IPSEBENE aumentó un 0,6 %, el menor registro histórico, lo que es coherente también con la atonía de la demanda, que se tradujo, en particular, en una acusada desaceleración de los precios de los servicios. Esta evolución contenida de la inflación subyacente permitió que, incluso a pesar del mayor aumento de impuestos indirectos en España, el diferencial de inflación con el área del euro en términos del IPSEBENE fuera negativo (-0,3 %) por segundo año consecutivo.

... reflejando la intensa caída de los costes laborales unitarios

La reducción de los costes laborales unitarios se intensificó con respecto a 2009, como consecuencia de la mayor contención de la remuneración por ocupado —más intensa en el conjunto de la economía que en las ramas de mercado—, ya que el avance de la productividad aparente fue menor que en 2009, reflejando la moderación del proceso de destrucción de puestos de trabajo. Por otro lado, los márgenes empresariales —aproximados mediante la participación del excedente de explotación en el valor añadido— aumentaron respecto a años anteriores, especialmente en el caso de la industria.

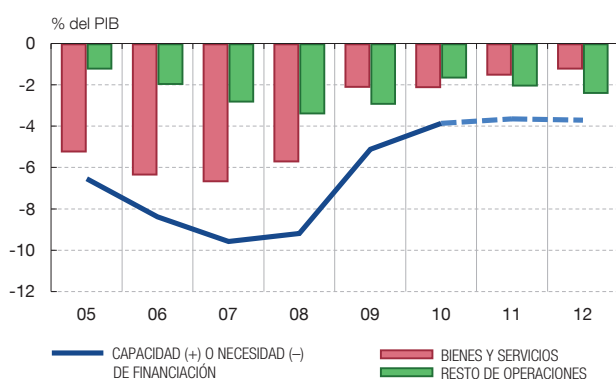
Otros indicadores de precios no se moderaron en 2010, fundamentalmente por el componente importado

En 2010 aumentó el ritmo de avance de los deflatores de la demanda privada, que acusaron la fuerte aceleración —de casi 17 pp— de los precios de las importaciones. Por su parte, el deflactor del consumo público registró una caída en 2010, como consecuencia del recorte en las retribuciones de los empleados de las AAPP. La aceleración del componente interior de la inflación, aproximado por el deflactor del PIB, fue más modesta, aumentando un 1 % en 2010, frente al 0,6 % del año anterior.

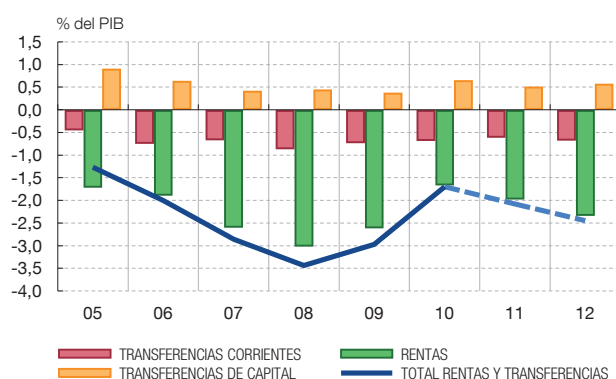
Se registraron ganancias de competitividad en términos de precios y costes

Por segundo año consecutivo, se produjeron mejoras de los indicadores de competitividad, calculados con precios y costes, frente al conjunto de los países desarrollados, de modo que se recuperó parte de la pérdida acumulada en años anteriores. Las ganancias, que en el caso de la competencia frente a los países de fuera del área del euro se vieron

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN



SALDO EXTERIOR DEL RESTO DE OPERACIONES



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

favorecidas por la evolución del tipo de cambio, fueron particularmente intensas en términos de los costes laborales unitarios. Esta mejora de la competitividad contribuyó, como ya se ha señalado, al ligero avance de la cuota de mercado de las exportaciones españolas, en términos reales, en el mercado mundial.

Cabe esperar que la inflación se modere sustancialmente en la segunda mitad de 2011 y en 2012

En principio, el impacto sobre la tasa de inflación interanual de los factores que, de modo transitorio, la han impulsado recientemente tenderá a desvanecerse paulatinamente en el segundo semestre de 2011, lo que debería permitir que los precios de consumo aumentaran en torno al 2 % a finales de 2011 y al 1,5 % en el conjunto de 2012. No obstante, estas proyecciones están sometidas a un grado de incertidumbre muy elevado, pues también lo está el precio del petróleo. Además, los efectos indirectos que las alzas pasadas del petróleo ejercen sobre los precios de otros bienes y la aparición de los denominados *efectos de segunda vuelta* —esto es, los efectos inflacionistas que surgen cuando, ante una perturbación externa, los agentes intentan mantener sus márgenes y salarios en términos reales— representan canales que podrían presionar adicionalmente sobre los precios nacionales. Una reacción inadecuada por parte de los distintos agentes a las perturbaciones de inflación registradas durante 2010 conduciría a tasas de inflación persistentemente más elevadas, pérdidas de competitividad y reducción del empleo y de la actividad.

7 Las necesidades de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales

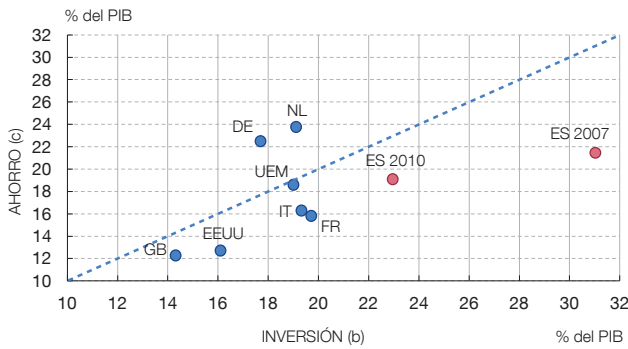
La necesidad de financiación de la nación siguió descendiendo en 2010 por la mejora del saldo comercial no energético y de la balanza de rentas

Los menores pagos netos de rentas al resto del mundo se explican, sobre todo, por el apreciable aumento de los dividendos percibidos por las multinacionales españolas

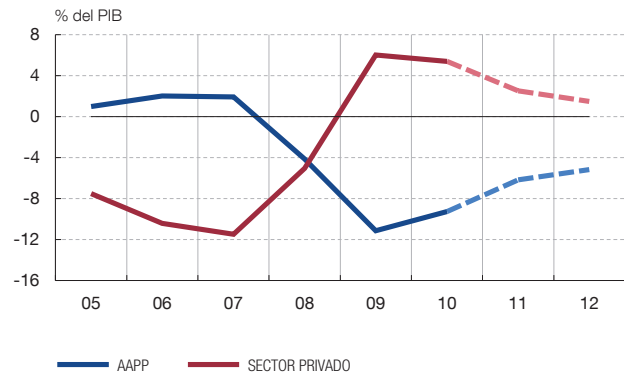
La necesidad de financiación de la economía española continuó reduciéndose en 2010, aunque con menor intensidad que en el año anterior. Según datos de la Contabilidad Nacional, dicha necesidad alcanzó el 3,9 % del PIB, 1,2 pp menos que en 2009 (véase gráfico 5.11). Esta mejora reflejó principalmente el descenso del saldo negativo de rentas (en 0,9 pp del PIB) y del saldo comercial no energético (en 0,6 pp), con un leve aumento del superávit de servicios. También el superávit por operaciones de capital se amplió, en 0,3 pp del PIB. Estos desarrollos compensaron el incremento del déficit energético.

El descenso del déficit de rentas refleja principalmente el notable incremento, hasta máximos históricos, de los dividendos de la inversión directa percibidos por las multinacionales españolas y los reducidos niveles, en el promedio del año, de los tipos de interés. En este último caso, la corrección del déficit de rentas se moderó a lo largo del segundo semestre, en consonancia con el aumento del coste de la financiación.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL (2010)



CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR SECTORES



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

- a Con la excepción de España, los datos de 2010 son previsiones de la Comisión Europea.
- b Formación bruta de capital.
- c Ahorro bruto.

El encarecimiento del petróleo y el aumento de las rentas pagadas al exterior entorpecerán descensos más apreciables del déficit exterior en el futuro

En el presente año, el notable encarecimiento del petróleo, sobre cuya magnitud y duración existe una gran incertidumbre, y la tendencia al alza de los tipos de interés limitan el margen de corrección del déficit exterior. Dada la elevada dependencia de la economía española de bienes importados, especialmente, energéticos, y la carga financiera que conllevan las deudas asumidas en el pasado frente al resto del mundo, resulta importante revisar cuáles son los canales que podrían permitir correcciones adicionales y permanentes del déficit exterior (véase recuadro 5.2).

Las menores necesidades de financiación del sector público más que compensaron la reducción de la capacidad de financiación del sector privado no financiero

La disminución de las necesidades de financiación de la economía española en 2010 se explica por el descenso de la inversión nacional (de 1,5 pp del PIB, hasta el 22,5%), que superó ampliamente el registrado por la tasa de ahorro nacional bruto (de 0,4 pp del PIB, hasta el 18,5%) (véase gráfico 5.12). Cabe destacar que la ratio de inversión sobre el PIB en España sigue estando por encima de la que muestran los principales países europeos, pese al descenso de 8 pp acumulado por esa ratio desde 2007. En 2010 se redujo la capacidad de financiación del sector privado (en 0,6 pp del PIB, hasta el 5,4%), debido a la evolución de las familias e instituciones financieras, que contrarrestaron la mejora de la posición financiera de las sociedades no financieras, que registraron por primera vez desde 1996 capacidad de financiación. La disminución de la necesidad de financiación de la nación reflejó, por tanto, la disminución de la de las AAPP (de 1,9 pp del PIB, hasta el 9,2%). Se prevé que la corrección del déficit público en los próximos años se compense con un descenso de la capacidad de financiación del sector privado, de modo que las necesidades de financiación de la nación apenas se reducirán. En este sentido, el logro de avances más sostenidos en el descenso del déficit exterior exigiría tasas mayores de ahorro o un menor esfuerzo inversor por parte de familias y de empresas.

A pesar de las necesidades de financiación, el endeudamiento exterior neto de la economía española se redujo en 2010, debido al impacto positivo de los efectos de valoración

El aumento de las necesidades de financiación de la nación no se vio reflejado en el saldo de la Posición de Inversión Internacional, debido al impacto de los efectos de valoración. La depreciación del euro frente a la libra y el dólar, por un lado, y la caída de los precios de los activos financieros españoles frente a la recuperación de los extranjeros (en particular de la renta variable), por otro lado, explican esos efectos, que hicieron que la posición deudora neta descendiera 4 pp del PIB en 2010, hasta situarse

En 2010, la economía española continuó reduciendo su déficit exterior. Según datos de la Contabilidad Nacional, la necesidad de financiación se situó en el 3,9 % del PIB en dicho año, 1,2 pp menos que en 2009 y casi 6 pp por debajo del máximo alcanzado en 2007 (véase cuadro 1). Es necesario que este ajuste continúe, especialmente si se tiene en cuenta que España ha acumulado un significativo *output gap* negativo, con una sustancial caída de la inversión, que debería conducir a reducir el recurso al ahorro externo. Además, en 2010 el saldo exterior primario todavía fue deficitario (en un 2,2 % del PIB), lo que sugiere que, hacia el futuro, en ausencia de un ritmo intenso de crecimiento de la actividad, la Posición de Inversión Internacional (PII) de la economía española mantendría un elevado saldo deudor.

Algunos de los factores que han limitado la corrección del déficit exterior en 2010 apuntan a la existencia de ciertas debilidades de la economía española, que habría que afrontar para garantizar reducciones adicionales y persistentes del mismo. En 2010, la necesidad de financiación estuvo condicionada por los mayores pagos

al resto del mundo vinculados al incremento de la factura energética. El repunte del precio del petróleo¹ y la elevada dependencia de la economía española de *inputs* energéticos importados explicaron que el saldo energético se deteriorara significativamente en dicho año, alcanzando el 3,3 % del PIB (0,8 pp más que en 2009). Asimismo, la rápida respuesta del resto de las importaciones a la modesta recuperación de la demanda final en 2010 sugiere que la elevada elasticidad-renta que tradicionalmente han presentado las importaciones españolas no ha experimentado cambios significativos durante la fase recesiva, aunque este aspecto debe ser analizado con cautela². El dinamismo de las exportaciones y el ligero avance del consumo privado en 2010, que son componentes

- 1 El petróleo tipo *Brent* en euros se encareció un 35 % de media en el conjunto de 2010, frente a un descenso del 33 % el año anterior.
- 2 Estimaciones con parámetros cambiantes en el tiempo para el período 1995-2010 de la elasticidad-renta de las importaciones de bienes de España apuntan en esta dirección.

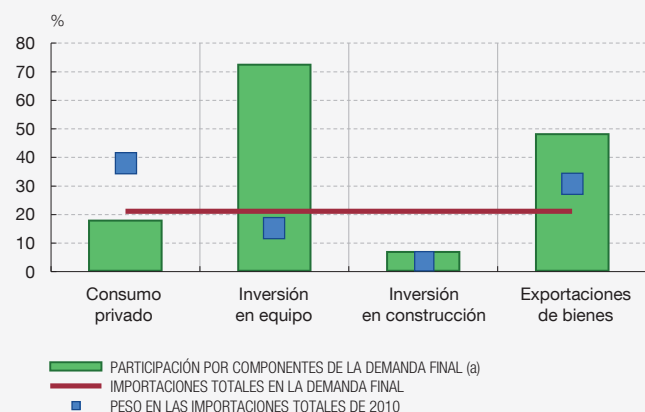
1 LA NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN

Porcentaje del PIB

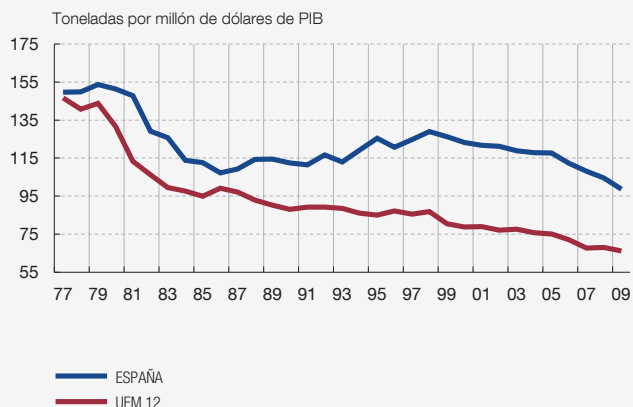
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Saldo de bienes y servicios	-6,7	-5,8	-2,2	-2,2	-1,6	-1,3
Saldo energético	-3,2	-4,1	-2,5	-3,3	-4,2	-4,2
Saldo no energético bienes y servicios	-3,5	-1,7	0,4	1,1	2,6	2,9
Rentas	-2,6	-3,0	-2,6	-1,7	-2,0	-2,3
Resto	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,1	-0,1
Necesidad de financiación	-9,6	-9,2	-5,1	-3,9	-3,7	-3,7
PRO MEMORIA:						
Saldo exterior primario	-7,0	-6,2	-2,5	-2,2	-1,7	-1,4

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

1 PARTICIPACIÓN DE LAS IMPORTACIONES EN LOS PRINCIPALES COMPONENTES DE LA DEMANDA FINAL Año 2005



2 IMPORTACIONES NETAS DE PETRÓLEO Precios constantes del año 2000



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Elaboración propia a partir del Marco *Input-Output* de la Contabilidad Nacional de España.

de la demanda con un mayor contenido importador que la inversión en construcción, explican en buena medida la recuperación de las compras al exterior en dicho año (un 31 % y un 38 % del total, respectivamente)³ (véase gráfico 1). Con todo, gracias a la fortaleza de las exportaciones, impulsada por la reactivación del comercio mundial y las ganancias de competitividad acumuladas en los dos últimos años, el saldo de bienes no energéticos y servicios incrementó su superávit en 2010 hasta el 1,1 % del PIB.

Las previsiones para 2011 y 2012 señalan que el déficit exterior se reducirá marginalmente, a pesar de que se anticipa que las exportaciones de bienes y servicios van a mantener un buen comportamiento. Los principales obstáculos para un avance más intenso en el proceso de ajuste son, en primer lugar, el encarecimiento del petróleo —muy afectado por la creciente inestabilidad geopolítica en el mundo árabe— y, en segundo lugar, el aumento del déficit de rentas, debido al incremento de los tipos de interés en presencia de una PII fuertemente deudora. En este contexto resulta relevante revisar los diferentes canales a través de los cuales la economía española podría corregir su déficit exterior con mayor rapidez. La obtención de ganancias de competitividad-precio, una mayor apertura a los mercados exteriores y la disminución de la dependencia importadora, en especial, de la energética, podrían ser los tres ejes para canalizar esa mejora.

La pertenencia de España a una unión monetaria imposibilita el recurso a devaluaciones competitivas para abaratar los productos españoles en los mercados exteriores —y encarecer las importaciones—, por lo que las ganancias de competitividad-precio deben generarse a través de un proceso de aumentos de la productividad y de moderación de precios y salarios, que serían más fácilmente alcanzables si se introdujeran medidas para mejorar el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores productivos. Esto permitiría, además, ampliar el colectivo de empresas españolas que pueden acometer la penetración en nuevos mercados, potenciando los efectos beneficiosos de las ganancias de competitividad sobre las exportaciones. En este contexto, con la ayuda del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)⁴,

se ha simulado el efecto sobre el déficit exterior de una disminución de los precios de exportación relativos de 1 pp en cada uno de los años 2011 y 2012⁵. Como se observa en el cuadro 2, esa medida permitiría reducir el déficit exterior en 0,5 pp del PIB en 2012.

La evolución de las exportaciones no solo depende de lo competitivas que sean estas, sino también de la intensidad de su demanda. Una diversificación de las exportaciones españolas hacia productos de mayor valor añadido y hacia mercados más dinámicos incidiría positivamente en su evolución. De hecho, si las empresas españolas aumentaran progresivamente sus ventas hacia países emergentes de forma que los mercados de exportación españoles crecieran a un ritmo similar al de los mercados mundiales en 2011 y 2012 (es decir, un 7,5 %, en lugar del 6 % previsto), el saldo comercial nominal experimentaría una mejora desde el primer año, alcanzando 6 décimas del PIB en 2012, según el MTBE. Para favorecer la diversificación de las exportaciones hacia países de demanda dinámica, debería facilitarse el acceso de las empresas a mercados cultural y geográficamente lejanos, así como reforzar su consolidación en esos mercados.

Finalmente, resulta crucial limitar la elevada dependencia del petróleo, que vincula la evolución del saldo exterior a las fluctuaciones del precio del crudo. Las importaciones de petróleo en España por unidad del PIB son muy superiores a las que se observan en el conjunto de la UEM (véase gráfico 2). Si esa brecha se redujera en los dos próximos años a la mitad, el déficit energético disminuiría en torno a medio punto del PIB. De ahí, que no deban retrasarse las medidas necesarias para reducir de forma permanente esta dependencia energética del exterior⁶.

Para evitar que en fases alcistas del ciclo económico la creciente demanda de importaciones de bienes y servicios dificulte la corrección del déficit exterior sería conveniente, además, reducir la eleva-

3 Estos pesos se obtienen de acuerdo con el contenido importador estimado para cada uno de los componentes de la demanda final a partir de las tablas *Input-Output* del año 2005.

4 Para realizar esta simulación se ha incrementado la elasticidad-precio de las exportaciones en línea con lo que sugieren las estimaciones a un nivel más desagregado y se ha moderado la respuesta de las importaciones a cambios en la demanda final.

5 Dado el peso de los costes laborales unitarios, los márgenes y los consumos intermedios en el proceso de formación de precios de las exportaciones, esa rebaja de precios podría alcanzarse con un descenso adicional de 1,5 pp de los CLU y de los márgenes en cada uno de esos dos años.

6 El Plan de Intensificación del Ahorro y la Eficiencia Energética aprobado en el Consejo de Ministros del 4 de marzo presenta diversas propuestas con las que se estima alcanzar un ahorro de 2.300 millones de euros anuales en importaciones energéticas

2 IMPACTO ACUMULADO SOBRE EL SALDO EXTERIOR DE ESPAÑA DE DIFERENTES MEDIDAS

Porcentaje del PIB	2011	2012
1 Ganancias de competitividad-precio de un 1 % en 2011 y en 2012	0,3	0,5
2 Aumento de nuestros mercados de exportación de un 1,4 % en 2011 y un 1,6 % en 2012	0,3	0,6
3 Reducción progresiva de las importaciones netas de petróleo	0,2	0,5
IMPACTO TOTAL	0,7	1,6

FUENTE: Banco de España.

da dependencia de importaciones de bienes de mayor valor añadido y tecnología. Si la elasticidad-renta de largo plazo de las importaciones de España se redujera hasta valores similares a los observados en los grandes países de la UEM, el impacto favorable sobre el saldo exterior de las simulaciones anteriores sería mucho mayor.

A partir de las simulaciones realizadas, parece evidente que los avances hacia el logro de un equilibrio exterior, que incluye sentar las bases para frenar y revertir la tendencia alcista de la PII deudora, requieren medidas ambiciosas en diversos frentes, tendentes a lograr una fijación más eficiente de precios y salarios, aumentar la

productividad de las empresas y reducir la elevada dependencia importadora de la economía española, especialmente, la energética. En los ejercicios planteados se observa que incluso una mejora rápida en todos esos ámbitos, aunque permitiría reducir el déficit exterior en 2011 y 2012, solo llegaría a equilibrar su componente primario en este último año, con lo que la PII apenas disminuiría. En todo caso, las medidas antes comentadas, además de reducir el déficit exterior, impulsarían la actividad, con efectos favorables sobre la confianza de los mercados financieros en la capacidad de crecimiento de la economía española y sobre la sostenibilidad de la deuda exterior.

en torno al 87 %. En un año caracterizado por episodios de recrudescimiento de las tensiones en los mercados financieros, la cobertura de las necesidades de financiación se realizó mayoritariamente a través de la inversión de cartera en renta fija a largo plazo, como resultado tanto de la disminución de las tenencias en el exterior de este tipo de títulos por parte de los residentes en España como de las inversiones de no residentes en deuda pública. La deuda externa española —variable que incluye los pasivos frente a no residentes que dan lugar a pagos por amortizaciones o por intereses, es decir, pasivos exigibles— disminuyó 2,8 pp del PIB en 2010, hasta el 164 %.

1 Introducción

Las tensiones en los mercados financieros del área del euro condicionaron la evolución financiera en España

En el año 2010, la evolución financiera en España estuvo muy condicionada por las tensiones en los mercados financieros del área del euro. Los momentos de mayores dificultades se registraron a raíz de las crisis de la deuda griega (entre mayo y junio) e irlandesa (entre noviembre y diciembre), que derivaron en la solicitud de ayuda financiera por parte de estas dos economías. Por razones que se explican con detalle en el capítulo 1 de este Informe, España se encontró entre los países más afectados por la crisis de confianza que se desató: los desequilibrios acumulados durante la fase de expansión y algunos elementos de vulnerabilidad acrecentados como resultado de la propia crisis —como las rigideces del mercado laboral o determinados aspectos estructurales del funcionamiento de las cajas de ahorros— contribuyeron a alimentar las dudas de los inversores. Estas tensiones se plasmaron en un importante endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, en los que se incrementaron las primas de riesgo y se redujo la disponibilidad de fondos. Los sectores más afectados fueron las Administraciones Públicas y las entidades de crédito, que son los que acuden con mayor asiduidad a estos mercados para captar fondos (véase recuadro 6.1).

En este contexto, se tomaron numerosas medidas en el ámbito financiero...

Para hacer frente a la crisis, las autoridades europeas y nacionales tomaron diversas medidas en varios frentes¹. En el ámbito financiero nacional, que es del que se ocupa este capítulo, cabe recordar, en primer lugar, que ya en 2009 se había creado el FROB con el doble propósito de aportar una solución para aquellas entidades que dejaran de ser viables y de facilitar los procesos de integración de instituciones viables promoviendo su reestructuración.

Ya en 2010 se realizaron distintas acciones destinadas a incrementar la transparencia financiera, con el fin de recuperar así la confianza de los inversores en el sistema financiero español. En este sentido, en coordinación con el resto de autoridades de la UE, se realizaron y se publicaron los resultados de unas pruebas de resistencia al sistema bancario, en julio de 2010, que, en el caso de nuestro país, se aplicaron a un número elevado de entidades (muy por encima del 50 % exigido), incluyendo todas las cajas de ahorros. También los resultados de las pruebas se difundieron con un mayor grado de detalle. Posteriormente, las cajas de ahorros, primero, y el resto de las entidades, después, tuvieron que hacer público su grado de exposición al sector inmobiliario (al cierre del año previo), con indicación expresa y detallada de cada tipo de operación y de las garantías disponibles, así como los volúmenes, desagregados por categorías, de activos frente al sector considerados potencialmente problemáticos (morosos, dudosos, normales bajo vigilancia especial y activos adjudicados).

En el ámbito normativo, en el verano de 2010 se endureció la regulación sobre las provisiones —que ya era comparativamente más exigente en España que en otros países—, acelerándose la necesidad de provisionar la totalidad de los créditos en situación de impago, aunque reconociendo explícitamente el valor de las garantías (después de aplicar descuentos severos a su valoración). Asimismo, se incrementaron las exigencias relativas a los activos adjudicados y entregados en pago de la deuda, con el objetivo de incentivar su pronta venta. En esas mismas fechas se aprobó una

¹ Para más detalles, véase también el recuadro 1.2 de este mismo Informe.

La crisis de la deuda pública generó problemas de confianza de los mercados en varias economías de la UEM, encontrándose España entre los países afectados. Esto llevó a que, en las dos principales oleadas de la crisis (en primavera, en torno a Grecia, y en otoño de 2010, en Irlanda), se elevaran las primas de riesgo de los valores emitidos por los sectores residentes y se dificultara la captación de recursos, en especial por parte de las entidades de crédito. En los

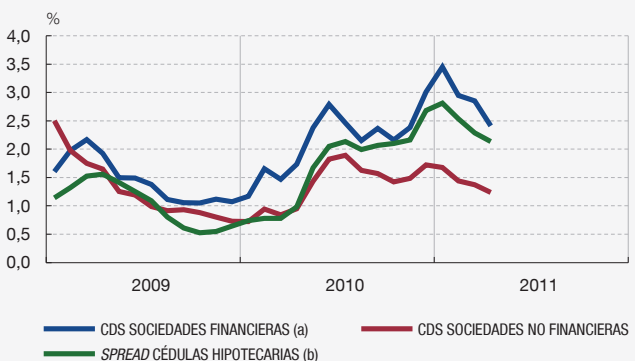
dos episodios, las medidas tomadas por las autoridades nacionales y europeas finalmente contribuyeron a que se suavizaran las tensiones.

En el caso de las AAPP, las dudas de los mercados vinieron acompañadas por rebajas en la calificación crediticia de la deuda soberana española (S&P rebajó de AA+ a AA en abril de 2010; Fitch, de AAA

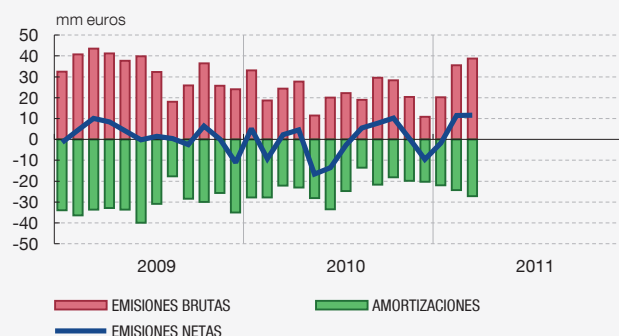
1 DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA A DIEZ AÑOS



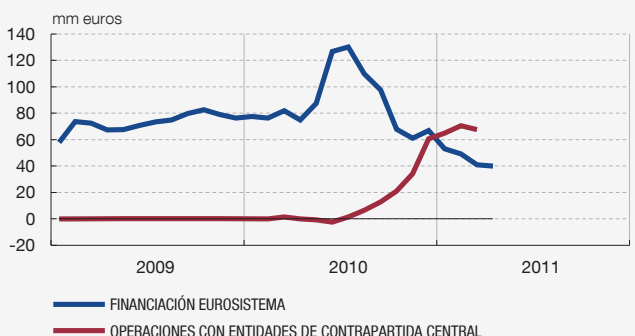
2 CDS A CINCO AÑOS Y DIFERENCIALES RENTA FIJA PRIVADA ESPAÑOLA



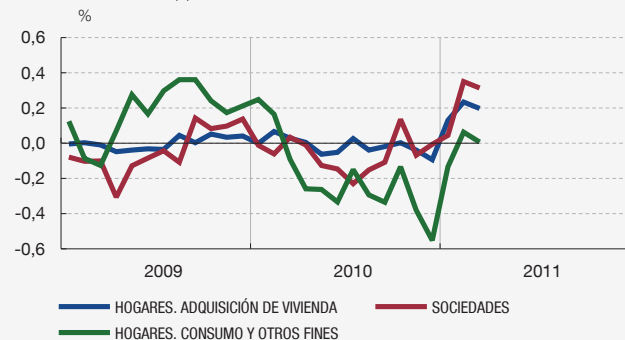
3 VALORES DE RENTA FIJA DE ENTIDADES DE CRÉDITO (c)
(Excluidos bonos de titulización)



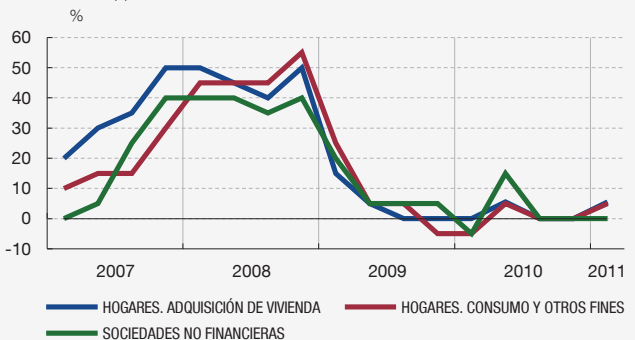
4 FINANCIACIÓN EUROSISTEMA Y ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA



5 SORPRESAS EN LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS CRÉDITOS (d)



6 VARIACIONES DE LAS CONDICIONES DE OFERTA EN PRÉSTAMOS BANCARIOS (e)



FUENTES: BCE, JP Morgan y Banco de España.

- a Media aritmética de 8 entidades.
- b *Asset swap spread* a tres-cinco años.
- c Incluye financiación a través de filiales residentes, pero no de filiales no residentes.
- d Diferencias entre los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones con las proyecciones que se derivan de un modelo de transmisión de los tipos interbancarios y la posición cíclica de la economía (previsiones realizadas con origen en enero de 2009).
- e Indicador = % de entidades que señalan un endurecimiento considerable x 1 + % de entidades que señalan cierto endurecimiento x 1/2 - % de entidades que señalan una cierta relajación x 1/2 - % de entidades que señalan una relajación considerable x 1.

a AA+ en mayo, y Moody's, de Aaa a Aa1 en septiembre de 2010, y otra vez a Aa2 en marzo de 2011). Como consecuencia del deterioro de la confianza de los inversores, el coste de las emisiones pasó de ser inferior al 3,9% para los bonos a diez años en diciembre de 2009 a superar el 5,4% un año más tarde, al tiempo que el diferencial con respecto al activo equivalente alemán, que era de apenas 60 pb en diciembre de 2009, subió hasta alcanzar los 200 pb en junio y los 290 pb en los últimos días de noviembre de 2010 (véase gráfico 1). Posteriormente, se observó una pauta decreciente de dicha prima de riesgo, dentro de una volatilidad elevada, si bien sigue situada en un nivel elevado y sujeta a vaivenes importantes.

Las entidades financieras, algunas de las cuales también experimentaron rebajas en su calificación crediticia, se vieron igualmente muy afectadas por los problemas de confianza de los inversores. Así, el coste de emitir cédulas hipotecarias (que son los activos que, por tener unas mayores garantías, más aceptación han tenido por los inversores desde el comienzo de la crisis económica y financiera) se ha elevado considerablemente, de tal manera que el diferencial con respecto al tipo de interés *swap* ha pasado de encontrarse alrededor de los 60 pb en 2009 a superar los 280 pb de media durante los últimos meses de 2010 (véase gráfico 2). Las primas de los derivados crediticios (CDS) han aumentado igualmente. En línea con lo observado para las AAPP, en los primeros meses de 2011 se ha producido un descenso de las primas de riesgo de los títulos emitidos por las instituciones financieras, que, no obstante, siguen muy por encima de los niveles de 2009.

Los efectos de la crisis no solo se han reflejado en un aumento de los costes de financiación en los mercados, sino que, en los momentos en los que estas tensiones han sido más acusadas, también han repercutido sobre las cantidades captadas por las entidades de crédito. Así, en el período más crítico de la primera oleada de las tensiones (en mayo y junio), las emisiones brutas de estas instituciones no fueron suficientes para cubrir los vencimientos de la deuda viva (véase gráfico 3), por lo que, al igual que hicieron los bancos de otros países europeos, tuvieron que recurrir a la liquidez proporcionada por el Eurosistema, alcanzando un máximo de 130 mm de euros en julio (véase gráfico 4). A finales de 2010 la emisión neta volvió a ser negativa en el contexto de las tensiones que acompañaron a la crisis irlandesa, pero en esta ocasión las entidades pudieron cubrir sus necesidades de fondos mediante operaciones *repo* negociadas en cámaras de contrapartida central internacionales (como LCH.Clearnet o Eurex Clearing), una vez que algunas de ellas se habían dado de alta en estos sistemas que permiten una mayor diversificación de los riesgos que asumen los oferentes de fondos. De este modo, se redujo el recurso al Eurosistema.

El endurecimiento de las condiciones de obtención de fondos en los mercados mayoristas también llevó a un aumento de la competencia por los depósitos, lo que hizo que los tipos de interés de estas operaciones subieran a lo largo del año, desde el 1,3 de febrero de 2010 al 1,6 de marzo de 2011. El incremento de los costes no lo trasladaron de forma inmediata a los créditos concedi-

dos a las familias y las empresas, ya que contaban con algunos colchones para absorber esta perturbación. No obstante, desde principios de 2011 se ha producido un incremento de los márgenes aplicados en estas operaciones que no puede ser explicado por la dinámica habitual de estos, lo que apunta a que ya se habría iniciado una traslación gradual (véase gráfico 5). Así, si se comparan los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones con las proyecciones que se derivan de un modelo de transmisión de los tipos interbancarios y la posición cíclica de la economía española, se observa que, tanto para los créditos para adquisición de vivienda de hogares como los préstamos a sociedades no financieras, estos permanecieron en línea con lo esperado durante la mayor parte del ejercicio, pero desde comienzos de 2011 se empezó a observar un incremento de los costes de financiación no explicado por el modelo¹. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), las instituciones de crédito habrían endurecido ligeramente los criterios de concesión de crédito en el segundo trimestre de 2010, lo que resultó fundamentalmente del efecto de las tensiones en los mercados, aunque posteriormente los habrían mantenido sin cambios hasta los primeros meses de 2011, en que se volvieron algo más restrictivos en el segmento de financiación a las familias (véase gráfico 6).

En el caso de las sociedades no financieras, también se ha producido un encarecimiento de la financiación en los mercados, vía utilizada por las empresas de mayor dimensión, aunque este ha sido inferior al observado para las empresas financieras y las AAPP (véase gráfico 2). Sin duda, la elevada diversificación internacional de este tipo de compañías ha contribuido a que se hayan visto comparativamente menos afectadas por las tensiones financieras.

A pesar de que en los primeros meses de 2011 se han suavizado las tensiones, los diferenciales y las primas de riesgo continúan en niveles elevados. La prolongación de esta situación o un eventual agravamiento conllevan algunos riesgos para la economía española. Así, en el caso de las AAPP, los mayores tipos de interés que exige el mercado, aunque se trasladan lentamente a la carga financiera (al ritmo de renovación de la deuda que vence), ejercen una continuada presión sobre las finanzas públicas. Para las entidades bancarias supone un deterioro de sus márgenes de intermediación, dado que el aumento en el coste de su pasivo no puede ser trasladado a los créditos ya concedidos. Por último, tanto las sociedades no financieras como los hogares pueden tener que afrontar endurecimientos adicionales en las condiciones de los nuevos préstamos, ya que las instituciones financieras tendrán que trasladar a sus clientes el encarecimiento de la financiación. Además, si en situaciones extremas las dificultades de algunas entidades para refinanciarse en los mercados se agravan, la necesidad de realizar un ajuste más pronunciado de sus balances podría traducirse en criterios más estrictos en la concesión de créditos.

¹ Para una información más detallada sobre las ecuaciones utilizadas en dicho ejercicio de proyección, véase Nieto y Nieto (2011), *La transmisión de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios en España*.

reforma de la ley de las cajas orientada a subsanar las principales debilidades estructurales de este subsector. Más concretamente, se reforzaron los requisitos de profesionalidad de los gestores y administradores de estas entidades y se abrieron nuevas vías para la captación de recursos propios de elevada calidad, permitiendo, entre otras opciones, el ejercicio indirecto de la actividad financiera a través de una sociedad anónima con carácter de banco comercial y con capacidad para emitir acciones ordinarias en el mercado.

Por último, la renovación de las tensiones a finales de año propició la aprobación del RDL 2/2011, que elevó el nivel mínimo exigible de capital principal hasta el 8 % o 10 % de los activos ponderados por riesgo, dependiendo de determinadas características de la entidad (porcentaje de su capital social o derechos de voto en manos de terceros y peso relativo de la financiación mayorista), y que capacitó al FROB para recapitalizar aquellas entidades que no logren cumplir estos nuevos requisitos por sí mismas.

Además, se aceleró el proceso de reestructuración del sistema financiero español que se había abierto el año anterior, de manera que el número de cajas de ahorros se había reducido de 45 a 18 entidades o grupos de ellas en la fecha de cierre de este Informe. Este proceso de integración ha venido acompañado de un esfuerzo de saneamiento de las entidades afectadas. La consolidación del sistema financiero, una vez completada operativamente, supondrá un descenso importante de la capacidad instalada, lo que contribuirá a reducir los excesos de dimensión acumulados durante la larga etapa expansiva. Las implicaciones de estos cambios se comentan en el epígrafe 4 de este capítulo, aunque otras publicaciones regulares del Banco de España, como el *Informe de Estabilidad Financiera* y la *Memoria de Supervisión*, abordan con mayor detalle la situación del sistema financiero y la estrategia de reestructuración y recapitalización.

... que contribuyeron, junto con otras adoptadas a nivel nacional y europeo, a suavizar las tensiones, aunque las primas de riesgo siguen en niveles elevados y sujetas a una elevada volatilidad

Desde finales de 2010, España ha tendido a desligarse de los países más severamente afectados por las tensiones. La solicitud de ayuda financiera cursada por las autoridades portuguesas en abril de 2011 y el proceso de deterioro de su diferencial soberano que la precedió no tuvieron, de hecho, un impacto sobre las variables financieras españolas comparable al experimentado con ocasión de las crisis griega e irlandesa. En todo caso, las primas de riesgo siguen, todavía, en niveles elevados y sujetas a vaivenes vinculados a la variante percepción del mercado sobre los distintos acontecimientos relacionados con el desarrollo y la gestión de la crisis de deuda soberana en los diversos países.

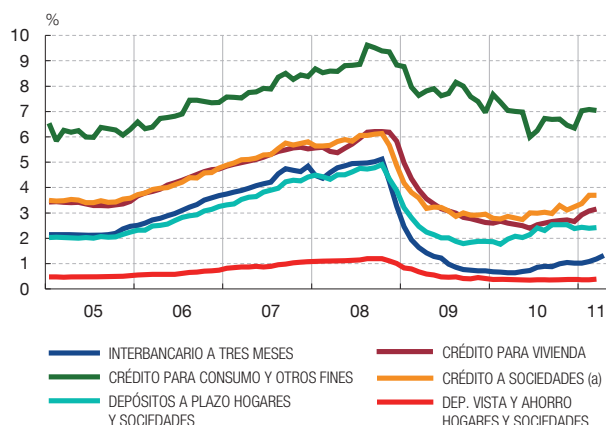
Las entidades de crédito se han visto sometidas a importantes presiones...

En este contexto, la actividad de las entidades de crédito se ha visto sometida a importantes presiones. Por un lado, la crisis de la deuda soberana se ha traducido en un ascenso significativo de sus costes de financiación, tanto de la captada en los mercados mayoristas como también, de forma indirecta, en la obtenida vía depósitos, al intensificarse la competencia por fuentes de recursos alternativas. Por otro, han seguido absorbiendo las pérdidas derivadas del deterioro de los activos ligados a la construcción y promoción inmobiliaria, segmento en el que las ratios de morosidad han continuado creciendo a un ritmo elevado (véase gráfico 6.1).

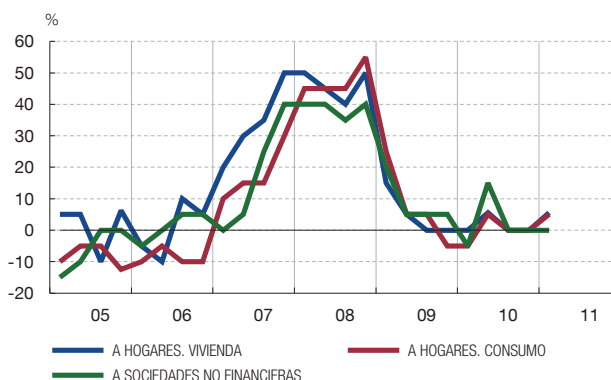
... y, desde principios de 2011, han empezado a trasladar el encarecimiento de sus pasivos al crédito concedido

El coste de la financiación bancaria a empresas y familias se ha mantenido en niveles reducidos. Desde mediados de 2010, no obstante, ha tendido a elevarse, como resultado de una traslación progresiva del encarecimiento del pasivo de las instituciones financieras a los tipos de los créditos concedidos. Esta traslación ha sido, por el momento, incompleta, por lo que es probable que se registren incrementos adicionales.

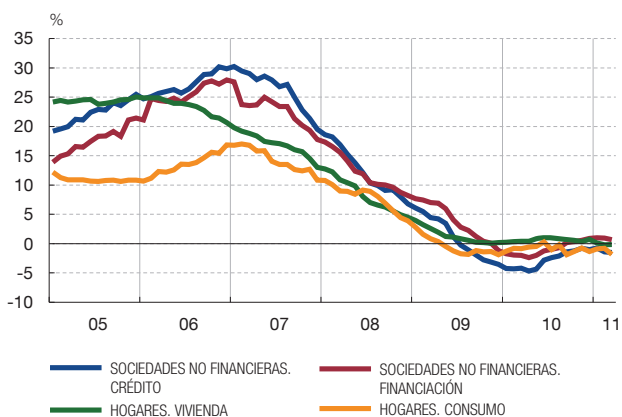
TIPOS DE INTERÉS



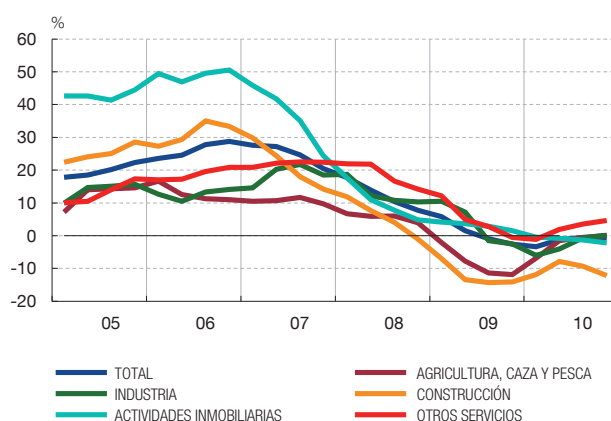
CONDICIONES DE OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



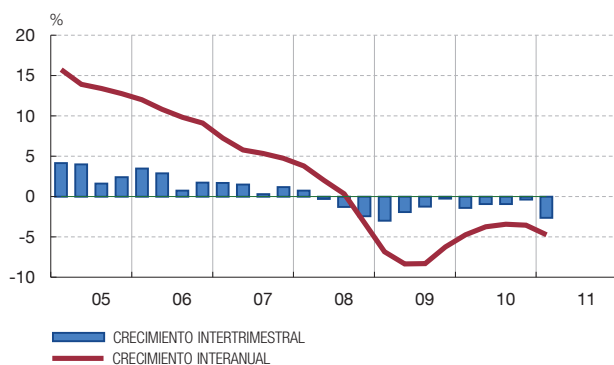
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO (c)



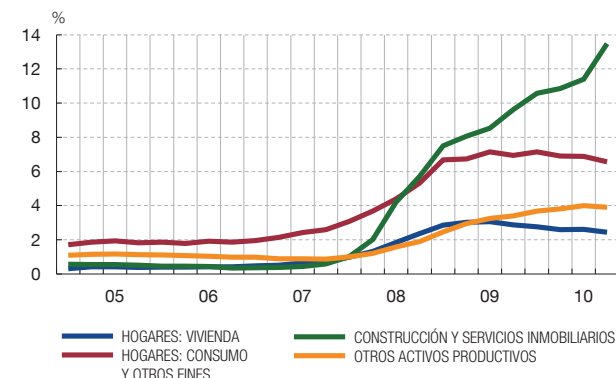
CRÉDITO A ACTIVIDADES PRODUCTIVAS (Crecimiento interanual)



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA



RATIOS DE MOROSIDAD (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Calculado como una media ponderada de los tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. Para los créditos de más de un millón de euros, 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 acumuladas del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un endurecimiento.
- c Tasas interanuales.
- d Calculadas como crédito dudoso sobre crédito total.

Los criterios de concesión, por otro lado, han seguido siendo restrictivos y, según la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), se endurecieron adicionalmente a largo del pasado ejercicio, aunque de forma moderada, y también durante los tres primeros meses de este año en el segmento del crédito a hogares.

La deuda de hogares y sociedades no financieras continuó presentando un escaso dinamismo...

En este contexto, la deuda de las familias permaneció prácticamente estancada en 2010 y pasó a presentar una ligera contracción desde principios de 2011. En las empresas, se redujo el crédito bancario en las actividades ligadas al sector inmobiliario, observándose para el resto un avance próximo a cero o ligeramente positivo.

... si bien las ratios de endeudamiento apenas variaron debido a la evolución de las rentas

A pesar del estancamiento de los pasivos de los hogares durante los últimos años, la ratio de endeudamiento apenas se ha reducido desde los elevados niveles alcanzados a mediados de 2008, debido a la atonía de los ingresos (véase recuadro 6.2). El destacado peso de la deuda para adquisición de vivienda y su plazo largo de amortización contribuyen también a explicar la lentitud de la corrección del apalancamiento de las familias. Por su parte, la riqueza volvió a disminuir en 2010, debido fundamentalmente a la pérdida de valor del componente inmobiliario en línea con el descenso del precio de la vivienda, que fue del 3,5 % en el conjunto del ejercicio. Con el dato del primer trimestre de 2011, que ha mostrado un aumento del ritmo de contracción, acumula una caída del 15 % (20 % en términos reales) desde los valores máximos de principios de 2008. Hay que tener en cuenta, además, que existe una notable dispersión en la situación patrimonial del sector, por lo que los indicadores agregados no permiten captar el deterioro que se haya podido producir en los grupos en una posición más frágil, como, por ejemplo, el colectivo de desempleados con deudas. Además, la prolongación de la crisis y la pauta de lenta recuperación erosionan los márgenes de los que disponen los hogares para hacer frente al deterioro de la situación.

En el caso de las sociedades no financieras, la recuperación de los beneficios empresariales, el escaso dinamismo de los recursos ajenos y la caída del coste medio de la deuda viva se tradujeron en un ligero descenso de la ratio de endeudamiento y de la carga financiera asociada. En todo caso, el apalancamiento de sector empresarial en su conjunto permanece en niveles elevados, aunque dentro del sector existe una elevada dispersión.

El endeudamiento y la carga financiera de las AAPP han seguido aumentando

En el caso de las AAPP, el programa de consolidación fiscal llevado a cabo contribuyó a que, tras el marcado deterioro de las cuentas públicas de 2009, los pasivos del sector se desaceleraran, aunque siguen creciendo a ritmos elevados. Esta evolución, unida al escaso dinamismo económico, se ha traducido en un incremento de las ratios de deuda pública y de la carga financiera sobre el PIB.

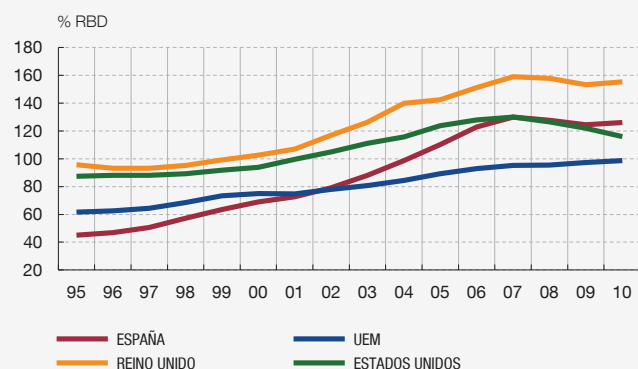
Si se continúa avanzando en la dirección trazada por las acciones recientes de política económica, se consolidará la recuperación de la confianza de los inversores, pero los riesgos no han desaparecido...

Aunque en los primeros meses de 2011 se han suavizado las tensiones en los mercados financieros, las primas de riesgo siguen situadas en niveles elevados y no se puede descartar la eventualidad de un agravamiento, que resultaría particularmente perjudicial para una economía que sigue siendo muy dependiente del ahorro del resto del mundo. El encarecimiento de las fuentes de financiación de las entidades, la situación económica de algunos de sus prestatarios y su exposición al sector inmobiliario continúan planteando retos importantes. Por tanto, las actuaciones encaminadas a reforzar la capacidad de crecimiento de la economía y las dirigidas a asentar la solidez del sistema financiero siguen siendo esenciales no solo para restaurar las tasas de avance del producto necesarias para completar el proceso de convergencia de la economía española hacia los estándares de los países más desarrollados de nuestro entorno, sino, también, para consolidar

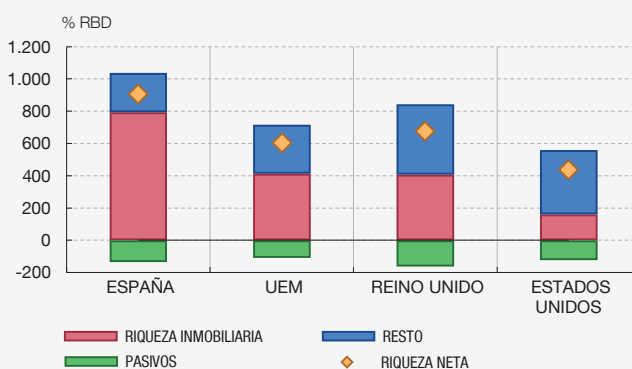
El notable ascenso de los pasivos de los hogares y las sociedades no financieras entre mediados de los años noventa y el inicio de la crisis ha situado el endeudamiento de ambos sectores en niveles históricamente elevados, y por encima del de otras economías de nuestro entorno. En el caso de las familias, la deuda contraída se sitúa actualmente próxima al 125 % de su renta bruta disponible (RBD), superior al promedio del área del euro (98 %) y similar a la ratio de Estados Unidos (118 %), aunque por

debajo de los correspondientes valores del Reino Unido (151 %; véase gráfico 1). Desde los registros máximos de mediados de 2008, que prácticamente triplicaban los de mediados de los años noventa, la disminución de este indicador ha sido muy limitada (apenas 5 pp). Dos factores explican la lentitud de este proceso: en primer lugar, la debilidad de los ingresos de las familias durante este período (denominador de la ratio), y, en segundo, los prolongados plazos de amortización de la deuda para adquisición

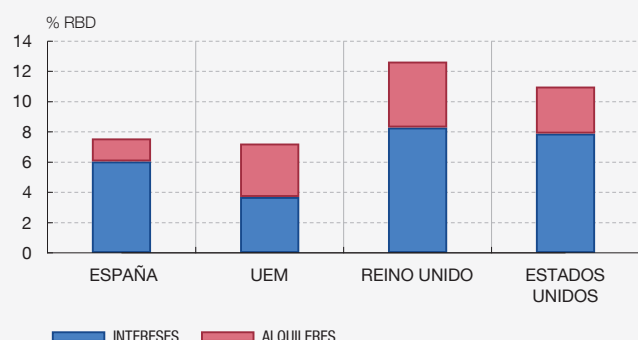
1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



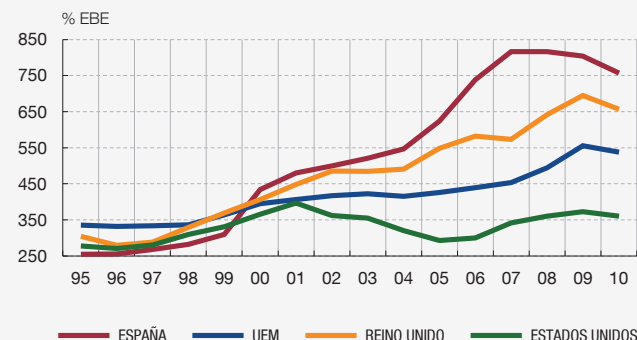
2 RIQUEZA BRUTA DE LOS HOGARES. AÑO 2010 (a)



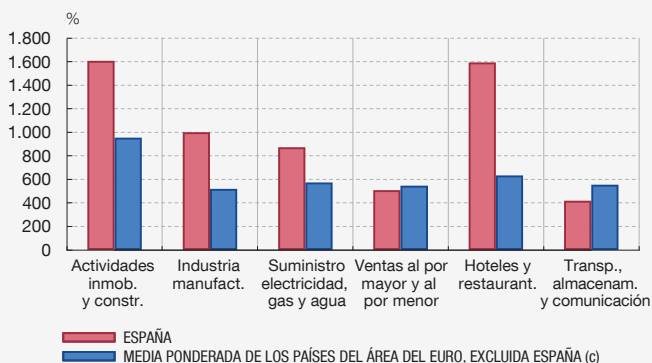
3 PAGOS POR INTERESES Y ALQUILER DE VIVIENDA DE LOS HOGARES. AÑO 2009



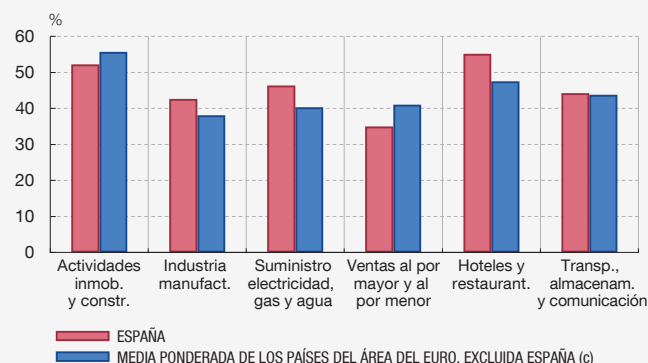
4 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



5 DEUDA (b) / RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DETALLE SECTORIAL. AÑO 2009



6 DEUDA (b) / TOTAL ACTIVOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DETALLE SECTORIAL. AÑO 2009



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo, BACH, Eurostat, Reserva Federal, Bureau of Economic Analysis, UK Office for National Statistic y Bank of England.

- a Los datos del Reino Unido corresponden al año 2009.
- b La deuda no incluye el crédito comercial a corto plazo.
- c Media ponderada por PIB de las ratios en Alemania, Francia, Italia, Portugal y Bélgica.

de vivienda¹, préstamos que constituyen el grueso de la financiación de este sector en nuestro país, lo que dificulta que, incluso en un contexto como el actual de reducido volumen de nuevas operaciones crediticias, los pasivos desciendan con rapidez. El desapalancamiento debe ser, por tanto, un proceso sostenido en el tiempo, cuya duración dependerá, entre otras cosas, de la capacidad de recuperación de la economía.

A la hora de valorar las implicaciones del nivel de apalancamiento es importante analizar el destino final de los pasivos. En este sentido, en España el elevado endeudamiento de las familias en comparación con otros países del área del euro tiene su origen en el componente vinculado con los préstamos para la adquisición de inmuebles, ya que la ratio entre la financiación destinada a consumo y la RBD es similar a la que se observa en el resto de las economías de la UEM. Ello, a su vez, está relacionado con la mayor propensión a invertir en vivienda en nuestro país (que refleja tanto la mayor preferencia por la propiedad de esta como la tenencia de segundas residencias), lo que tiene como contrapartida unos mayores niveles de riqueza, incluso una vez que se deducen las deudas (véase gráfico 2). Sin duda, el hecho de que una buena parte de los pasivos esté respaldada por activos es un elemento que tiende a mitigar algunos elementos de vulnerabilidad asociados al endeudamiento. Así, el mayor patrimonio acumulado permitiría a los hogares, en principio, destinar una menor proporción de sus rentas al ahorro, al tiempo que sus gastos en concepto de alquiler son inferiores a los de otras economías con un porcentaje de vivienda en propiedad más reducido (véase gráfico 3). No obstante, esta situación no está exenta de riesgos importantes. Así, por una parte, aunque no existen estadísticas homogéneas que permitan comparar la carga financiera total de las familias, todo apunta a que esta es, en proporción de la renta disponible, más elevada en España que en el promedio de la UEM, incluso si se suman los gastos en concepto de alquiler, lo que reduce los fondos disponibles para el consumo. Por otra, al estar el patrimonio más concentrado en propiedades inmobiliarias que en otros países, tiende a ser menos líquido, lo que limita las posibilidades de utilizarlo para afrontar situaciones imprevistas, y, además, es más sensible a variaciones en el precio de la vivienda, registrándose, por tanto, efectos riqueza negativos más acusados en contextos como el actual de descensos en su valor. Por último, la existencia de un nivel abultado de deuda aumenta la vulnerabilidad frente a aumentos en los tipos de interés (dado el marcado predominio de los préstamos a tipo de interés variable en nuestro país) o frente a perturbaciones adversas en las rentas (como, por ejemplo, la pérdida del empleo). En este sentido, la crisis reciente ha incrementado el porcentaje de familias con deudas que, como consecuencia del ascenso del desempleo, se encuentran en una posición de mayor fragilidad, que les ha obligado previsiblemente a reducir sus gastos en mayor medida de lo que habría ocurrido en ausencia de obligaciones financieras.

¹ En promedio, en España el plazo remanente de los préstamos con garantía real es de 14 años.

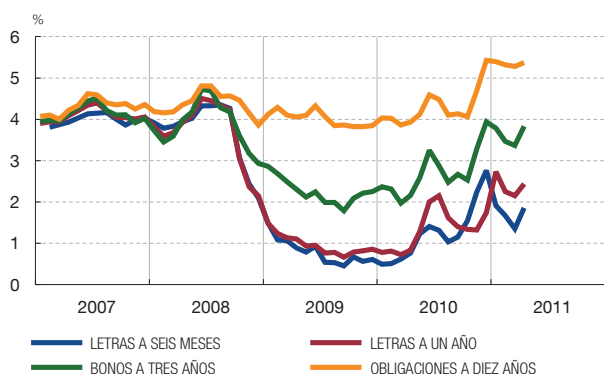
En el caso de las sociedades, el endeudamiento en España, en términos del excedente bruto de explotación, supera tanto al del conjunto de la UEM como al de Estados Unidos y al de Reino Unido (véase el gráfico 4). Al igual que ha ocurrido con las familias, el escaso dinamismo de los beneficios empresariales ha limitado la corrección de la ratio de la deuda sobre rentas durante los últimos años (desde los valores de 2008 ha descendido 12 pp, apenas un 1 % de su nivel).

El indicador de endeudamiento agregado de las sociedades oculta, no obstante, una elevada dispersión sectorial. Así, como puede observarse en el gráfico 5, en la mayoría de las ramas supera al del resto del área del euro, siendo la divergencia muy marcada en algunas de ellas. Es el caso de las actividades inmobiliarias y la construcción, que explican una parte significativa de los pasivos exigibles del sector empresarial en nuestro país (prácticamente la mitad de los préstamos bancarios, principal instrumento de financiación utilizado por las empresas). El elevado volumen de deuda en estos casos es fundamentalmente un reflejo del abultado stock de activos inmobiliarios sin vender. A medida que este se vaya absorbiendo, estos pasivos tenderán a transferirse a los agentes que adquieran los inmuebles (hogares, principalmente), aunque también es posible que algunos de estos préstamos concedidos acaben declarándose fallidos. Todo ello tenderá a reducir esta ratio de endeudamiento. De hecho, ha sido en este tipo de sociedades donde el ajuste de la deuda ha sido más intenso durante los últimos dos años.

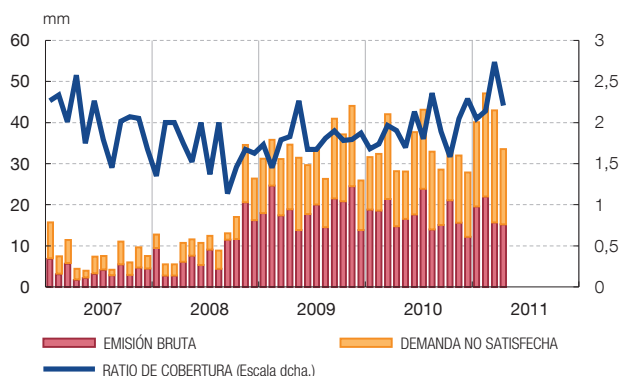
También para la industria manufacturera y los hoteles y restaurantes los niveles de endeudamiento son muy elevados en comparación con los del resto de los países de la UEM, aunque, en estos casos, las divergencias han aumentado de forma especialmente acusada desde el inicio de la crisis debido a la evolución desfavorable de las rentas y es de esperar, por tanto, que una parte del desapalancamiento se consiga por la vía de la recuperación de los excedentes empresariales. De hecho, en términos del tamaño del balance, las diferencias con las otras economías del área del euro no son tan acusadas (véase gráfico 6). En cambio, en otros sectores (comercio y transporte, almacenamiento y comunicación), la ratio de apalancamiento es similar o inferior a las del resto de la UEM. En todo caso, el elevado endeudamiento de las empresas lastra el dinamismo de la inversión en la medida en que limita las posibilidades de expandir la actividad con recursos ajenos, al tiempo que las obligaciones financieras asociadas al pago de intereses y a la devolución del principal reducen los recursos disponibles para el gasto.

El desapalancamiento del sector privado que se ha iniciado en los últimos años dista de haber concluido. La vía más relevante para seguir avanzando en este proceso es la recuperación de las rentas, por lo que las actuaciones encaminadas a reforzar la capacidad de crecimiento económico son la mejor contribución a una pronta culminación del proceso que evite que el elevado endeudamiento siga suponiendo un freno al dinamismo del gasto, especialmente en un contexto en el que los tipos de interés tenderán a incrementarse.

RENTABILIDAD DE LA DEUDA ESPAÑOLA (a)



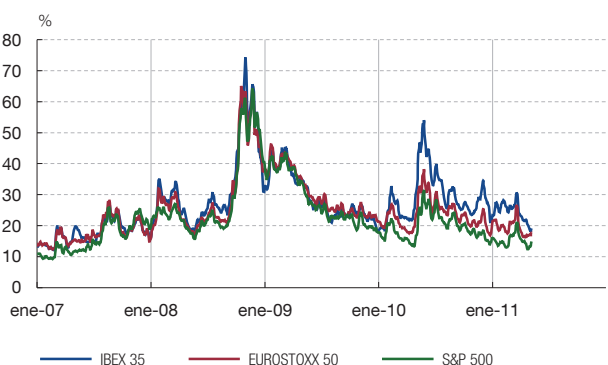
SUBASTAS DE DEUDA PÚBLICA



ÍNDICES BURSÁTILES



VOLATILIDAD IMPLÍCITA (b)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Medias mensuales.
b Medias móviles de cinco días.

el proceso de recuperación de la confianza de los inversores que se ha iniciado a comienzos de este año.

... y el elevado endeudamiento del sector privado continúa frenando la recuperación del gasto

La recuperación del crecimiento, por otro lado, es precisa también para facilitar la corrección del elevado apalancamiento del sector privado no financiero, que apenas se ha corregido desde los niveles máximos observados al inicio de la crisis, y que sigue constituyendo un freno para la expansión de la demanda, ya que reduce las posibilidades de financiar el consumo y la inversión con recursos ajenos y consume una parte destacada de la renta disponible del sector.

2 Los mercados financieros españoles

2.1 LOS PRECIOS NEGOCIADOS

La crisis de la deuda soberana ha elevado el coste de financiación de los emisores residentes en los mercados de renta fija...

Los precios negociados en los mercados financieros nacionales acusaron de forma muy intensa las tensiones registradas a raíz de la crisis de la deuda soberana. Aumentaron las rentabilidades de los títulos emitidos por las Administraciones Públicas y los diferenciales frente a las correspondientes referencias alemanas (véase recuadro 6.1). El repunte fue generalizado por plazos, siendo algo más acusado en los tramos cortos y medios de la curva (hasta los tres años), cuya rentabilidad se incrementó a lo largo de 2010 en casi 2 puntos porcentuales (pp) (véase gráfico 6.2). También se elevó el coste de financiación de las entidades financieras como reflejo de las dudas existentes entre los inversores, asociadas a la situación de una parte de las cajas de ahorros. En cambio, los tipos de interés de los valores emitidos por las sociedades no financieras se incrementaron más modera-

damente, beneficiados por la elevada diversificación internacional de las compañías que utilizan este tipo de instrumentos para financiarse.

El período de mayor tensión se alcanzó a finales de noviembre. Posteriormente, las primas de riesgo de los emisores residentes han tendido a reducirse. La evolución de la volatilidad no ha sido ajena a las medidas tomadas por las autoridades nacionales y europeas. En todo caso, dichas primas siguen todavía en niveles elevados y están sujetas a vaivenes importantes.

... y ha provocado caídas en las cotizaciones bursátiles y un repunte de la volatilidad

Las turbulencias se extendieron también a las bolsas de valores, en las que se produjeron descensos en las cotizaciones y repuntes en la volatilidad, que truncaron la tendencia favorable observada desde marzo de 2009. El IBEX 35 acumulaba en el momento de mayores tensiones en los mercados de deuda (a finales de noviembre) una caída del 22,4 % en relación con el nivel de cierre de 2009, una evolución más desfavorable que la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM, que descendía en esa fecha un 10,6 %, y del S&P 500 de la de Estados Unidos, que aumentaba un 5,9 %. Entre los sectores que experimentaron un retroceso más pronunciado se encuentra el de las empresas inmobiliarias (55 %) y el financiero (33,6 %). Posteriormente, esta tendencia se invirtió, y se registraron ascensos en las valoraciones bursátiles en la mayoría de ramas de actividad, si bien la volatilidad continuó siendo elevada.

2.2 LOS MERCADOS PRIMARIOS

La emisión neta de valores negociables de renta fija descendió de manera apreciable...

La emisión neta de valores de renta fija por parte de los sectores residentes experimentó una contracción muy acusada, al situarse en los 74 mm de euros, frente a los 190 mm del año anterior (véase cuadro 6.1). Esta evolución se explica fundamentalmente por el descenso en las necesidades de financiación de las AAPP y las entidades de crédito, si bien el endurecimiento en las condiciones de financiación en estos mercados tampoco favoreció el recurso a esta vía de obtención de fondos.

El grueso de la emisión neta de valores de renta fija fue realizado por las AAPP (76 mm de euros). Este importe, que supone una disminución de 51 mm con respecto a 2009, resultó de un aumento del volumen correspondiente a las AATT y un descenso en el caso del Estado, variaciones que están en línea con los cambios en las necesidades de financiación de uno y otro subsector. A pesar de las tensiones que han dominado los mercados financieros y de las reducciones de la calificación crediticia de la deuda española por parte de las agencias de calificación, las subastas de bonos españoles se resolvieron con unas ratios de cobertura (demanda sobre fondos adjudicados) holgadas, aunque a un coste progresivamente más elevado. De los 63 mm emitidos por el Estado, más del 93 % fue a medio y largo plazo, lo que supuso alargar la vida media de la deuda viva de 6,4 a 6,6 años, lo que contribuye a reducir el riesgo de refinanciación.

Como resultado de las menores necesidades de financiación de las entidades de crédito y de las tensiones en los mercados mayoristas, las instituciones financieras monetarias y sus filiales residentes y no residentes realizaron amortizaciones netas de valores de renta fija por un importe de 15 mm de euros. Por instrumentos, se observó un desplazamiento hacia los de menor riesgo. Así, las emisiones de papel con aval del Estado y de cédulas hipotecarias alcanzaron, en términos netos, 12 mm y 13 mm de euros, respectivamente, mientras que para el resto de instrumentos las colocaciones brutas fueron inferiores a los vencimientos. En un contexto en el que el mercado de titulaciones sigue sin reactivarse y en el que las entidades disponen de un volumen holgado de activos de garantías, el saldo de los títulos emitidos por los fondos de titulación se redujo por primera vez en muchos años. En cambio, las emisiones netas de las sociedades no financieras volvieron a ser positivas (alcanzaron los 10 mm de euros, incluyendo las realizadas por sus filiales residentes y no residentes). Las mayores

mm de euros

	2007	2008	2009	2010
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES	268,3	145,9	199,7	89,5
RENDA FIJA	222,4	131,1	189,5	74,7
Instituciones financieras monetarias	78,2	-26,9	39,6	7,8
Otros intermediarios financieros	146,5	104,6	21,5	-10,9
De los cuales:				
<i>Fondos de titulización</i>	106,9	95,0	14,9	-5,9
<i>Filiales de instituciones financieras monetarias</i>	34,5	7,4	-8,8	-12,2
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	4,5	3,0	14,5	7,4
Sociedades no financieras	2,0	1,9	0,7	1,3
Administración Central	-4,7	50,2	119,4	63,2
AATT	0,4	1,4	8,4	13,2
RENDA VARIABLE	46,0	14,8	10,2	14,8
Instituciones financieras monetarias	12,0	10,0	3,0	6,6
Otros intermediarios financieros	3,5	1,4	0,4	0,1
Sociedades no financieras	30,5	3,4	6,8	8,1
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2,1	0,0	0,0	0,5
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	9,5	12,9	-2,0	-8,9
Instituciones financieras	8,2	14,3	-3,4	-10,6
Sociedades no financieras	1,3	-1,4	1,4	1,7

FUENTE: Banco de España.

necesidades de financiación de este tipo de empresas (compañías multinacionales de gran tamaño, fundamentalmente), cuyo negocio está muy diversificado internacionalmente, y el hecho de que estas se hayan visto menos afectadas por las turbulencias financieras explican el mayor dinamismo de este segmento del mercado primario en comparación con el de las empresas financieras.

... pero, en cambio, aumentaron las emisiones de renta variable

En los mercados de renta variable, las emisiones aumentaron, tanto en el caso de las entidades de crédito como en el de las sociedades no financieras, ascendiendo, en conjunto, a 15 mm, un 45 % más que en 2009. No obstante, hay que matizar que el avance ha estado muy influido por dos operaciones concretas (una en cada sector).

2.3 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

La contratación en los mercados secundarios mostró una evolución diferenciada por segmentos

La actividad en los mercados secundarios mostró una evolución diferenciada por segmentos (véase cuadro 6.2). En el de deuda pública, el volumen negociado se mantuvo algo por debajo de los 19.000 mm de euros, combinando un aumento de las transacciones al contado, que crecieron casi un 90 % a pesar de los problemas de liquidez puntuales que se registraron tras los episodios de tensión de mayo y noviembre, y un descenso de operaciones *repos* y simultáneas. La caída de estas últimas está en parte asociada a los problemas de confianza de los inversores que, en los momentos de mayor tensión, percibieron un riesgo elevado en las operaciones *repo* bilaterales con entidades españolas, al considerar que existía una correlación negativa elevada entre el riesgo de impago de las instituciones financieras y el valor del activo utilizado como colateral en esta operativa (la deuda del Tesoro público español). En la segunda mitad del año algunas instituciones empezaron a operar en mercados de *repos* con cámaras de contrapartida central, en los que el supuesto vínculo se diluye sustancialmente. De este

mm de euros

	2007	2008	2009	2010
MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES (a)	22.664	19.944	18.522	18.552
Contado	3.177	2.202	2.470	4.635
<i>Repo</i> y simultáneas	19.193	17.477	15.903	13.761
Plazo	294	265	150	156
MERCADO AIAF DE RENTA FIJA	900	2.401	3.692	3.658
Pagarés	482	577	529	383
Cédulas y bonos de titulización	329	1.740	2.849	2.413
Resto	90	83	314	862
MERCADO BURSÁTIL DE RENTA FIJA	90	80	75	67
MERCADO BURSÁTIL DE RENTA VARIABLE	1.670	1.245	898	1.038
MERCADOS MEFF DE DERIVADOS	1.451	1.073	710	1.263
IBEX 35	1.384	989	622	1.158
Derivados sobre acciones	68	84	88	105

FUENTES: Bolsas y Mercados Españoles, Federación Europea de Bolsas y Banco de España.

a Solo incluye operaciones con valores del Estado.

modo, la contratación pasó a canalizarse en parte a través de plataformas de negociación exteriores (como BrokerTec o Eurex Repo), en vez de hacerlo a través del mercado de deuda española.

En el mercado AIAF de renta fija los volúmenes negociados se mantuvieron en torno a las cifras de 2009. La disminución en las operaciones al contado se vio compensada por el ascenso en las de *repos* y simultáneas. Destacó el retroceso de las operaciones con cédulas y bonos de titulización, que habían experimentado un notable avance en los dos años previos. En cambio, en los mercados de renta variable se interrumpió la tendencia descendente que presentaba la contratación desde el inicio de la crisis financiera en 2007. La negociación, tanto en las operaciones al contado como en la de derivados, pasó a superar los 1.000 mm y los 1.200 mm de euros, respectivamente. No obstante, este aumento reflejó también, al menos en parte, el incremento de las cotizaciones medias, que elevaron el valor unitario de las transacciones.

3 La inversión y la financiación exterior de la economía española

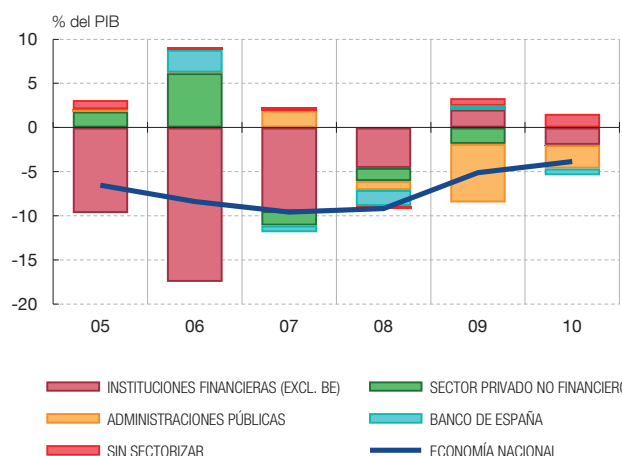
Las tensiones financieras dificultaron la captación de fondos del exterior

Las necesidades de financiación se cubrieron mediante entradas de capital canalizadas principalmente a través de instrumentos emitidos por las AAPP y las sociedades no financieras...

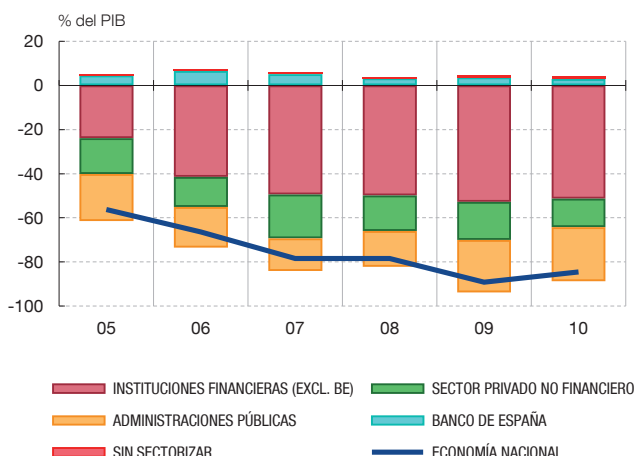
Las necesidades de financiación de la nación se redujeron una vez más el pasado año, hasta suponer, en términos acumulados de doce meses, una cifra equivalente al 3,9 % del PIB (frente al 5,1 % que representaban al cierre de 2009, como muestra el gráfico 6.3). La evolución de los flujos financieros frente al resto del mundo evidencia las importantes dificultades que, a raíz de la crisis de la deuda soberana en la UEM, ha tenido la economía española para captar recursos del exterior.

En línea con las menores necesidades de financiación y con las mayores dificultades para la captación de recursos que se derivaron de la crisis de la deuda soberana, los fondos recibidos del exterior volvieron a descender en 2010, limitándose a una cifra equivalente al 0,6 % del PIB, inferior al 4,9 % del ejercicio previo y muy lejos del 23,7 % que se alcanzó en 2007 (véase cuadro 6.3). Las entradas de capital se canalizaron principalmente mediante instrumentos emitidos por las sociedades no financieras y las Administraciones Públicas, más concretamente a través de préstamos del exterior y acciones, en el primer caso, y de valores de renta fija, en el segundo. Los fondos captados por esta

FLUJOS



SALDOS



FUENTE: Banco de España.

última vía por parte de las AAPP ascendieron al 2 % del PIB. En cambio, descendió el volumen de títulos emitidos por entidades financieras en manos del resto del mundo (en un 1,1 % del PIB en el caso de las entidades de crédito, y en un 2,4 % del PIB para el resto de instituciones financieras, donde se incluyen los fondos de titulización). También se redujo ligeramente la posición deudora neta en el mercado interbancario, evolución que estuvo acompañada de un cambio en su composición. En particular, aumentaron considerablemente los flujos instrumentados en operaciones con garantías, que se vieron favorecidas por la negociación en cámaras de contrapartida central, y retrocedieron las operaciones netas sin garantías.

... y también mediante la reducción de los activos del exterior en manos de residentes

Las necesidades de financiación de la nación se terminaron de cubrir mediante la reducción de los activos exteriores que estaban en manos de los residentes (3,3 % del PIB). Destacó la contracción de las tenencias de valores distintos de acciones por un importe equivalente al 7 % del PIB, en términos netos, que fue realizada principalmente por los inversores institucionales y las entidades de crédito. Por el contrario, se produjo un aumento de las adquisiciones de acciones y otras participaciones (un 2,3 % del PIB). En esta línea, se detuvo la senda descendente que había presentado en los dos años previos la inversión directa de España en el exterior, que aumentó 0,9 pp, hasta alcanzar el 1,6 % del PIB, importe similar al que representó la inversión directa de no residentes en nuestro país, que también se incrementó en casi 1 pp.

El saldo de los pasivos netos de la nación disminuyó ligeramente

A pesar del signo neto negativo que presentaron las operaciones financieras de la nación, la evolución de los precios (revalorización de los activos y caídas en los pasivos) hizo que el saldo de los pasivos netos de la nación frente al resto del mundo se redujera en casi 4 pp, hasta situarse próximo al 85 % del PIB, según las Cuentas Financieras (véase gráfico 6.3). Los activos frente a no residentes ascendieron al 130 % del PIB, mientras que los pasivos brutos alcanzaron el 215 % (165 %, la deuda bruta; 50 % los pasivos no exigibles). Por sectores, las instituciones financieras presentan la mayor posición deudora neta frente al exterior, seguidas de las AAPP (en el primer caso, alcanza el 52 % del PIB, y en el segundo, el 25,4 %). La posición deudora neta del sector privado no financiero está próxima al 13 % del PIB, 4 pp menos que un año antes.

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 6.3

% del PIB

	2007	2008	2009	2010
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,6	-9,2	-5,1	-3,9
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	14,1	0,7	-0,2	-3,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	1,4	-1,3	-3,2	-1,4
De los cuales:				
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	4,2	-0,5	-1,7	-1,3
Valores distintos de acciones	1,6	1,3	0,0	-6,9
De los cuales:				
<i>Entidades de crédito</i>	1,8	1,5	1,2	-3,0
<i>Inversores institucionales</i>	0,0	-1,3	-0,5	-3,3
Acciones y otras participaciones	8,8	1,7	1,6	2,4
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	6,6	3,0	0,1	2,4
<i>Inversores institucionales</i>	-1,1	-1,6	0,3	0,8
Préstamos	1,2	0,8	0,2	0,4
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	23,7	9,9	4,9	0,6
Depósitos	6,7	8,0	-0,5	-0,5
De los cuales:				
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	6,7	6,2	0,7	-7,3
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,1	0,2	0,1	5,7
<i>Interbancario BE (posición intrasistema)</i>	-0,3	1,9	-0,8	0,2
Valores distintos de acciones	8,1	-2,7	3,8	-1,5
De los cuales:				
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,3	1,1	5,4	2,0
<i>Entidades de crédito</i>	3,6	-1,9	1,1	-1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,8	-1,9	-2,6	-2,4
Acciones y otras participaciones	4,6	3,2	1,1	0,8
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	4,7	2,4	0,3	1,1
Préstamos	3,1	2,9	0,3	1,2
Otros neto (c)	0,2	0,2	-1,1	-1,7
PRO MEMORIA:				
Inversión directa de España en el exterior	9,5	4,7	0,7	1,6
Inversión directa del exterior en España	4,5	4,8	0,6	1,5

FUENTE: Banco de España.

a Excluidas operaciones temporales.

b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

c Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activo que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

4 Los intermediarios financieros españoles

4.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO²

En 2010 se ha producido un importante proceso de concentración en las cajas de ahorros españolas

Los efectos de la crisis en España y las tensiones en los mercados financieros han propiciado un proceso de integración entre entidades, que ha afectado particularmente a las cajas de ahorros. Los objetivos de dicho proceso, impulsado con la creación del FROB ya en 2009, son varios. En primer lugar, tras un período de fuerte crecimiento de la actividad bancaria, el conjunto del sistema había alcanzado un tamaño que, aunque acorde con el peso relativo alcanzado en otras economías de nuestro entorno, resultaba excesivo en un escenario caracterizado por la reconducción de la actividad financiera hacia ritmos de crecimiento más moderados, así como por la necesidad de desapalancamiento de una parte importante de las familias y las empresas españolas. La concentración de entidades persigue también la obtención de sinergias y economías de alcance que mejoren la eficacia de la intermediación financiera. Un mayor tamaño de los grupos resultantes debería hacer más fácil la consecución de aumentos adicionales en el grado de eficiencia y facilitar el acceso a los mercados de capitales. En esta misma dirección, el ejercicio de la actividad financiera de las cajas mediante sociedades anónimas con categoría de bancos amplía el conjunto de instrumentos accesible para estas entidades, permitiéndoles captar acciones ordinarias. Por último, el proceso en marcha contribuye a reforzar la solvencia del subsector y a mejorar su capacidad de gestión, en la medida en que algunas de las entidades en una posición más vulnerable están siendo absorbidas por otras en una situación de mayor fortaleza.

Aunque el proceso de concentración no se circunscribe exclusivamente a las cajas de ahorros, el grueso de las operaciones está teniendo lugar en dicho subsector. Ello es resultado fundamentalmente de la mayor intensidad relativa dentro del mismo de los desequilibrios acumulados en la fase previa a la crisis: crecimiento más rápido de los balances y exceso de capacidad, mayor necesidad de obtención de recursos a través de emisiones de valores en los mercados mayoristas en lugar de los instrumentos tradicionales y una exposición más elevada al sector de promoción inmobiliaria. No se puede olvidar, tampoco, que estas instituciones se caracterizaban por una estructura societaria singular que dificultaba la obtención de recursos propios de elevada calidad (acciones con derecho de voto) en un contexto de crisis, cuando el volumen de recursos generados internamente se reduce considerablemente. Los acontecimientos recientes han mostrado también la necesidad de mejoras sustanciales en el régimen de gobernanza de estas entidades.

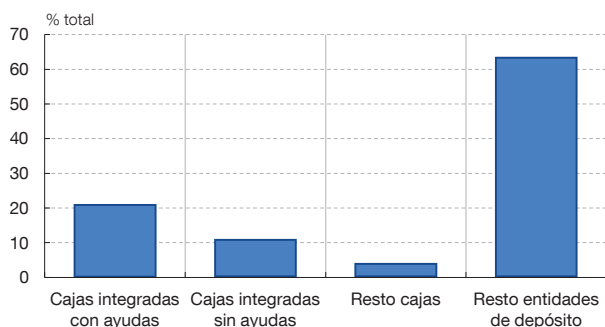
El proceso ha estado sostenido solo parcialmente con ayudas públicas y ha venido acompañado de una recapitalización de las entidades

Como puede verse en el panel superior izquierdo del gráfico 6.4, los procesos de integración en marcha han involucrado a la mayor parte del sector de cajas de ahorros, aunque no todas ellas han hecho uso de recursos públicos. En términos del sistema crediticio en su conjunto, las cajas de ahorros involucradas en fusiones con ayudas del FROB suponen algo más del 20 % del total de activos, mientras que aquellas que han acometido este tipo de procesos sin el uso de fondos públicos representan el 11 % del total.

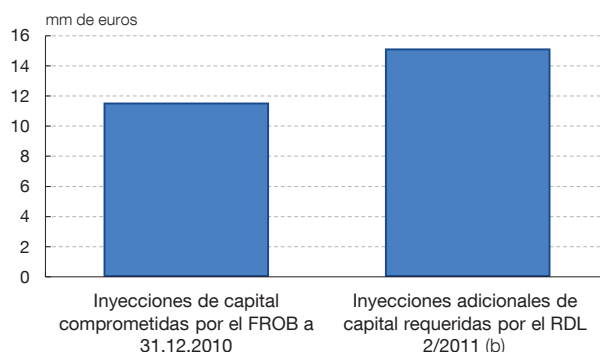
En este proceso y hasta diciembre de 2010, el FROB había comprometido un total de 11.559 millones de euros (véase panel superior derecho del gráfico 6.4). El pasado 10 de marzo, el Banco de España hizo públicos los importes adicionales que deberían recabar las distintas entidades de crédito españolas para cumplir con los nuevos requisitos de capital, más elevados, aprobados a comienzos de 2011, y teniendo en cuenta la situación de las mismas a 31 de diciembre de 2010. En conjunto, suponen 15.152 millones de euros, de los que 14.077 millones corresponderían a cajas de ahorros. Con posterioridad, la ruptura del proyecto inicial del SIP Banco Base para el que se preveían ayudas por 1.493 millones de

² Para más detalles sobre la situación de las entidades de crédito españolas, véanse la *Memoria de Supervisión* y el *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España, que son las publicaciones especializadas del Banco de España en las que se tratan estos temas con mayor profundidad.

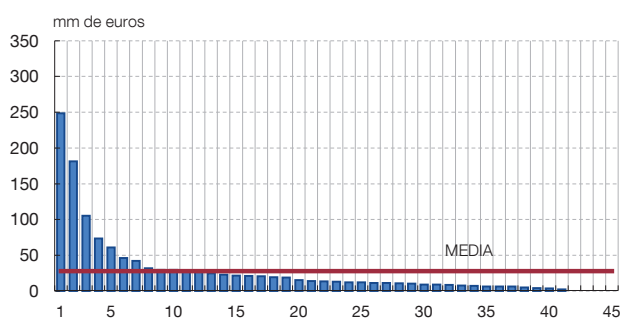
ACTIVOS DE LAS ENTIDADES (a)



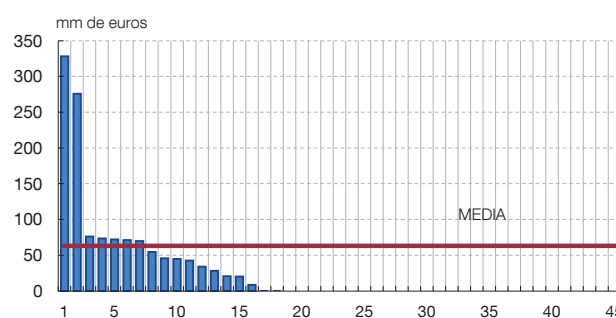
AYUDAS PÚBLICAS Y NECESIDADES DE CAPITAL



ACTIVOS POR ENTIDAD A DICIEMBRE DE 2008. CAJAS DE AHORROS (c)



ACTIVOS POR ENTIDAD A DICIEMBRE DE 2010. CAJAS DE AHORROS (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Datos de balances consolidados a 31.12.2010. Situación a comienzos de mayo de 2011.
- b Estimadas, con datos a 31.12.2010, para cumplir con RDL 2/2011, según publicación del BE del 10 marzo de 2011.
- c Datos consolidados. Los correspondientes a diciembre de 2010 tienen en cuenta la estructura de los grupos existente a comienzos de mayo de 2011.

euros (cifra que estaba incluida en los 11.559 millones) supuso que las dos entidades o grupos resultantes de dicha ruptura plantearan sus estrategias de recapitalización de acuerdo con las nuevas necesidades derivadas de lo previsto en el RDL 2/2011, lo que conllevó algún cambio con respecto a lo considerado en marzo. En cualquier caso, el importe que finalmente cubra el FROB de las necesidades de recapitalización del sector dependerá del volumen de recursos privados que capten las entidades y de las posibles decisiones estratégicas de las mismas sobre ventas de activos u operaciones de concentración. No obstante, en cualquiera de los casos, el resultado final será que los intermediarios españoles se encontrarán, en septiembre de este año (o marzo de 2012, como muy tarde), con una ratio de capital principal³ mínima del 8 % o del 10 %, según las características de la entidad.

Todo ello ha supuesto un cambio sustancial en la estructura del sector de cajas de ahorros

Aunque se trata todavía de un proceso en marcha, los cambios acaecidos en 2010 han supuesto ya una importante transformación del sector de cajas de ahorros españolas. En términos del tamaño de las entidades y de su grado de concentración (véanse los paneles inferiores del gráfico 6.4), ha implicado un aumento de la dimensión media desde 28 mm de euros, a finales de 2008, hasta 70 mm, dos años después. Asimismo, el número de cajas existentes se redujo de 45 a 18 entidades o grupos de cajas.

³ Concepto que viene definido en el RDL 2/2011, de 4 de marzo. Para más detalles, véase recuadro 1.2 de este mismo Informe.

Institucionalmente, el proceso se ha materializado tanto en fusiones puras (7 operaciones) como en la constitución de Sistemas de Protección Institucional o SIP (5 operaciones). Estas últimas suponen necesariamente la creación de un banco comercial que actúa como institución central del SIP, llevando a cabo su actividad financiera y al que se ha trasladado o se trasladará próximamente el grueso de los activos del grupo. De este modo, la práctica totalidad de la actividad financiera se está transfiriendo a entidades con carácter de sociedad anónima, alterando así la estructura societaria previa. Este movimiento se vio reforzado con la reforma de la ley de cajas y con los requisitos de reforzamiento del capital establecidos en el RDL 2/2011.

La reforma de la ley de cajas, incorporada en el RDL 11/2010, de 9 de julio, introdujo la posibilidad del ejercicio indirecto de la actividad financiera a través de un banco comercial, para todas las cajas de ahorros. Posteriormente, el RDL 2/2011 acentuó esta tendencia, al incentivar la entrada de inversores privados en el capital de las entidades. Con esto se pretende fortalecer la profesionalización de la gestión, incrementar el papel de la disciplina de mercado y, al mismo tiempo, facilitar la captación de recursos adicionales de primera calidad en caso necesario. El RDL establece también un mayor nivel mínimo de capital principal (10 %, frente a 8 %) para aquellas entidades que no tengan distribuidos a terceros títulos representativos de su capital por un porcentaje igual o superior al 20 % y capten una parte importante de sus recursos en los mercados financieros mayoristas. Cumplir con la primera parte de este requisito exige la existencia de una entidad con carácter de sociedad anónima que pueda emitir dichos títulos, dejando aparte la posibilidad de emitir cuotas participativas. Asimismo, se establece la obligatoriedad de optar por la vía del ejercicio indirecto de la actividad financiera para poder acceder a nuevas ayudas del FROB, que tendrán en todos los casos la forma de adquisición de acciones ordinarias del grupo. Dichas adquisiciones serán necesariamente temporales y los correspondientes títulos deberán ser recolocados entre inversores privados en un plazo máximo de cinco años, con lo que el resultado final será el mismo.

El 14 de abril de este año el Banco de España aprobó las diferentes estrategias de las entidades involucradas para satisfacer los nuevos requisitos de capital. Dos semanas más tarde, el 28 del mismo mes y dentro del plazo legalmente previsto, aquellas cajas o grupos de cajas que han optado por recurrir al FROB como fuente prioritaria para la obtención de los recursos de capital que necesitan para cumplir estos nuevos requerimientos remitieron sus planes.

El activo total en España permaneció estancado y el número de oficinas y de personal se redujo

En este contexto, el activo total consolidado del conjunto de las entidades españolas se elevó ligeramente como consecuencia del crecimiento del negocio en el extranjero, ya que el relativo a España permaneció prácticamente estancado, por segundo año consecutivo (véase cuadro 6.4)⁴. Asimismo, en diciembre el número de oficinas y empleados en nuestro país se había reducido un 6 % y 5 %, respectivamente, desde los máximos de 2008, y las entidades involucradas en procesos de fusión con apoyos del FROB realizaron las provisiones necesarias para cubrir los costes de las reducciones comprometidas en sus plantillas y redes de sucursales durante los próximos ejercicios.

Disminuyó el volumen de crédito concedido...

El crédito concedido al sector privado residente se contrajo también ligeramente. Según la EPB, esto habría respondido tanto a la atonía de la demanda como al carácter contractivo de la oferta. La primera permaneció básicamente estancada en el caso de las sociedades no financieras; fluctuó a lo largo del año sin una clara tendencia en la destinada a hogares para adquisición de vivienda, y evolucionó de forma algo más negativa en los préstamos para consumo y otros fines de las familias. Los criterios para la aprobación de nuevas operaciones

⁴ Debido a los procesos de reestructuración realizados en los últimos días del año, los datos de 2010 se han tenido que ajustar para hacerlos comparables con los de 2009. Esto obliga a tomar dicha comparación con cierta cautela.

	CONSOLIDADO			INDIVIDUAL		
	dic-09	dic-10	T. interan. (%)	dic-09	dic-10	T. interan. (%)
PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT)						
ACTIVO TOTAL (mm de euros)	3.739,9	3.816,5	2,0	3.142,4	3.122,0	-0,6
Crédito	64,1	63,4	0,8	61,5	61,2	-1,2
Del cual: sector privado residente en España				56,1	55,4	-1,8
Valores representativos de deuda	13,5	12,8	-3,4	13,2	12,7	-4,6
Resto de activo	22,4	23,8	8,8	25,3	26,1	2,6
PASIVO						
BE y otros bancos centrales	3,3	2,5	-23,2	3,6	2,4	-33,7
Depósitos interbancarios (b)	14,2	15,6	12,0	17,6	19,6	10,5
Depósitos de la clientela (c)	49,6	50,6	4,1	50,5	49,9	-1,7
Del cual: hogares y soc. no fin. residentes en España				29,3	30,4	3,1
Valores negociables	17,0	14,6	-12,2	12,5	11,4	-9,6
Resto de pasivo	9,8	10,9	13,2	9,8	11,0	12,1
Patrimonio neto	6,1	5,8	-2,4	6,0	5,6	-6,9
CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM)						
(+) Productos financieros	4,10	3,35	-15,7	3,42	2,54	-25,0
(-) Costes financieros	2,12	1,57	-23,7	1,97	1,39	-28,8
Margen de intereses	1,98	1,78	-7,1	1,45	1,15	-19,9
Margen bruto	3,01	2,78	-5,1	2,26	2,10	-6,3
(-) Gastos de explotación	1,30	1,32	4,1	0,98	0,97	0,0
(-) Dotaciones y saneamiento de activos financieros	1,05	0,85	-14,9	0,77	0,72	-4,3
Resultado de la actividad de explotación	0,67	0,61	-7,6	0,53	0,42	-21,1
Resultado después de impuestos	0,54	0,47	-10,0	0,42	0,32	-23,7
RATIOS (%)						
Solvencia	12,2	11,9				
Activos dudosos/AT	3,1	3,5		3,1	3,5	
Negocio en el extranjero/ AT	23,3	26,3				
Eficiencia (GE/MB)	43,1	47,2		43,2	45,1	
ROE (d)	9,3	7,5		7,1	5,7	

FUENTE: Banco de España.

- a Debido a los procesos de reestructuración de entidades realizados en los últimos días del año, los datos de 2010 se han tenido que ajustar para hacerlos comparables con los de 2009. Esto obliga a tomar dicha comparación con cierta cautela.
- b Incluye operaciones del mercado monetario con entidades de contrapartida central.
- c Incluye pasivos con fondos de titulización.
- d Aunque se presenta tanto a nivel consolidado 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.

siguieron siendo restrictivos y se endurecieron ligeramente, en general, en el segundo trimestre del año, como consecuencia principalmente de las tensiones en los mercados de financiación mayorista, pero permanecieron estables posteriormente. Durante los primeros meses de 2011 volvieron a hacerse algo más exigentes en el segmento de créditos a las familias.

...y repuntó moderadamente su coste...

Los tipos de interés aplicados en las nuevas operaciones de préstamo a hogares y sociedades no financieras permanecieron en niveles reducidos. No obstante, desde principios de este año las entidades han comenzado a trasladar más intensamente los costes más elevados de su pasivo a sus tipos de activo. Esto ha supuesto un aumento de entre 55 puntos básicos (pb) y 115 pb en el coste de la financiación bancaria a empresas y familias, entre junio de 2010 y marzo de 2011.

...en parte influido por las tensiones en los mercados de financiación

Las dificultades para la obtención de fondos en los mercados mayoristas y el aumento en su coste obligaron a las entidades a incrementar temporalmente su recurso al Eurosistema durante la primavera y el verano. Posteriormente, se redujo hasta suponer tan solo un 1,4 % del balance total consolidado de diciembre de 2010 (frente a un 2 %, un año antes) y ha continuado disminuyendo a lo largo de este año. Su lugar lo han ocupado, básicamente, los fondos procedentes de operaciones *repo* instrumentadas a través de entidades de contrapartida central extranjeras. La financiación neta captada por esta vía se elevó hasta unos 60 mm de euros, a final de año, frente a un valor prácticamente nulo a comienzos del mismo. No obstante, las tensiones en los mercados propiciaron también una intensificación de la competencia por la captación de depósitos del público, elevando significativamente su coste (54 pb entre diciembre de 2009 y marzo de 2011, en los depósitos a plazo).

El volumen de provisiones y los saneamientos acumulados son elevados

Las entidades de crédito acometieron también un importante proceso de saneamiento. Así, mientras que se moderó el ritmo de avance de los activos dudosos —pasando de un crecimiento interanual del 48 %, en 2009, a un 15 %, en 2010—, las provisiones siguieron aumentando por encima del 25 %. En 2010 se realizaron también dotaciones adicionales para cubrir minusvalías en los activos reales adjudicados y otros compromisos relacionados con las reducciones de personal previstas. En conjunto, desde enero de 2008 el sector ha reconocido y asumido pérdidas en el valor de sus activos por una cuantía de 96 mm de euros, lo que supone aproximadamente un 5 % del crédito total al sector privado existente en diciembre de 2007 y un 9 % del PIB.

Los saneamientos y la contracción en el margen de intermediación resultaron en un nuevo descenso del beneficio en 2010

Las dotaciones a provisiones, junto con la contracción en el margen de intermediación, resultaron en un nuevo descenso del resultado neto, que, no obstante, permaneció en valores positivos (véase cuadro 6.4).

Los nuevos requisitos de capital y la mayor transparencia deberían contribuir a normalizar el acceso a la financiación en los mercados, aunque persisten retos importantes

A pesar de los menores beneficios obtenidos, las instituciones de crédito españolas continuaron incrementando su capital de mayor calidad (recursos propios básicos), hasta alcanzar, en conjunto, un 9,5 % de los activos totales ponderados por riesgo a finales de 2010 (incluyendo las aportaciones del FROB). Al mismo tiempo, la ratio de solvencia global se redujo ligeramente, desde el 12,2 %, en diciembre de 2009, al 11,9 %, doce meses después. A lo largo del año en curso y como consecuencia de los nuevos requisitos aprobados por el Gobierno en febrero, las entidades menos capitalizadas están realizando avances adicionales en este sentido.

En cualquier caso, las entidades se enfrentan todavía a retos importantes, relacionados con la aún frágil situación económica de algunos de sus prestatarios, el encarecimiento de sus fuentes de financiación y su exposición al sector inmobiliario, por lo que deberán seguir haciendo esfuerzos por fortalecer su posición financiera y reducir su estructura de costes.

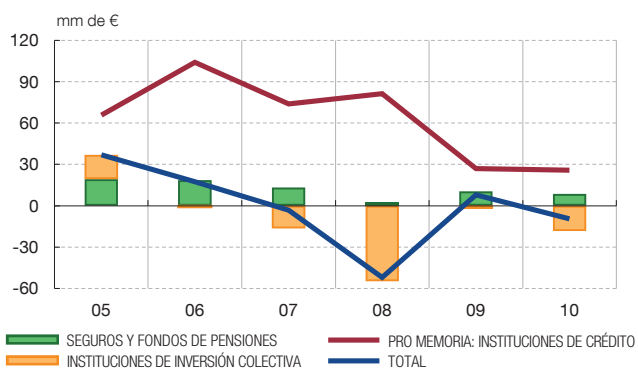
4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

La competencia de los depósitos bancarios y la elevada percepción de riesgo por parte de los ahorradores continuaron afectando negativamente al sector

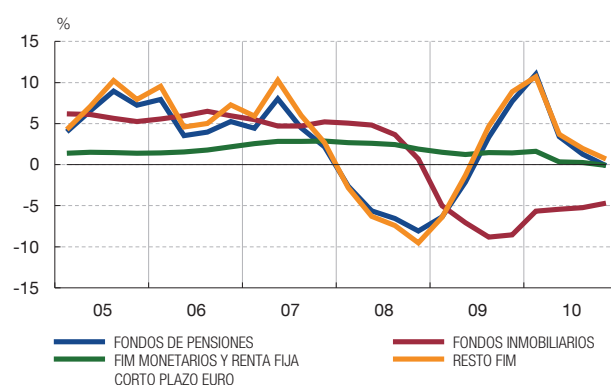
La actividad de los inversores institucionales continuó viéndose afectada por la competencia de los depósitos bancarios en la captación de fondos y por la todavía elevada percepción de riesgo por parte de los ahorradores. Esto se tradujo, un año más, en una disminución en el patrimonio de las sociedades y fondos de inversión colectiva, y un incremento modesto en el caso de las entidades de seguros y fondos de pensiones (véase gráfico 6.5).

Los partícipes en fondos de inversión realizaron reembolsos, en términos netos, durante todo el año, siendo estas retiradas más notables en aquellas instituciones con una política de inversión más conservadora (fondos monetarios y de renta fija a corto

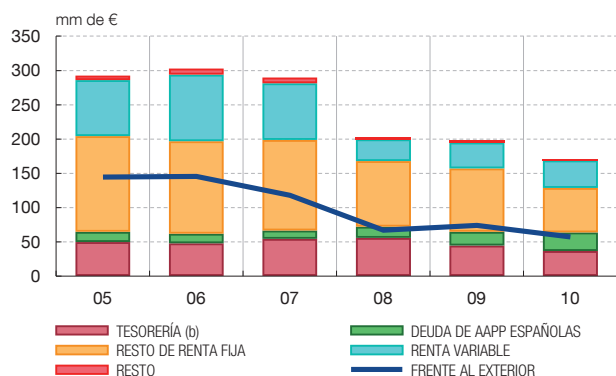
FONDOS CAPTADOS POR OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (a)



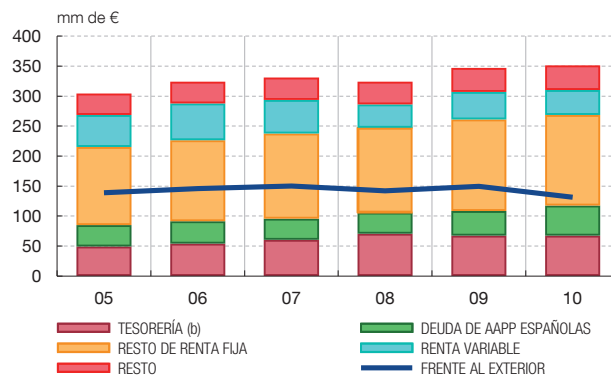
RENTABILIDAD ANUAL



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.

plazo), que son las que compiten más directamente con las entidades de crédito. Por su parte, las renovadas tensiones en los mercados financieros se tradujeron en rentabilidades inferiores a las del año anterior, de forma prácticamente generalizada. En este contexto, las entidades gestoras continuaron comercializando principalmente instrumentos de carácter conservador. Las elevadas emisiones de deuda por parte de las AAPP españolas y la mayor preferencia por instrumentos emitidos por residentes favorecieron un nuevo incremento en las tenencias de este tipo de valores, mientras que la cartera de activos exteriores se redujo.

La inversión por parte de las instituciones de capital riesgo registró una notable recuperación con respecto al año anterior, pero basada fundamentalmente en la actividad de los operadores extranjeros. En cambio, los recursos captados por las entidades españolas del sector habrían disminuido ligeramente, frente a 2009, al igual que en los casos de los fondos inmobiliarios y los de inversión libre.

El proceso de consolidación de las cajas de ahorros podría afectar a la estructura del sector en los próximos trimestres, dado el destacado peso de las filiales de estos intermediarios en la inversión colectiva.

5 Los flujos financieros y la posición patrimonial del sector no financiero

5.1 LOS HOGARES

La deuda de los hogares permaneció prácticamente estancada pero el escaso dinamismo de las rentas impidió que su ratio de endeudamiento descendiese, al tiempo que la riqueza siguió reduciéndose y también la carga financiera

Descendió la ratio de morosidad

Esta situación agregada es compatible con la existencia de segmentos de la población que presentan una posición financiera más vulnerable

5.2 LAS SOCIEDADES

La financiación de las sociedades ha mostrado un mayor dinamismo desde mediados de 2010, aunque con importantes divergencias por ramas de actividad

Tras la importante desaceleración de la deuda de los hogares entre mediados de 2006 y finales de 2009, el pasado año permaneció prácticamente estancada, como resultado del ligero ascenso de la destinada a la compra de inmuebles y el descenso moderado de la financiación para consumo y otros fines. Desde principios del ejercicio en curso, presenta una ligera contracción como consecuencia de la disminución de ambos componentes.

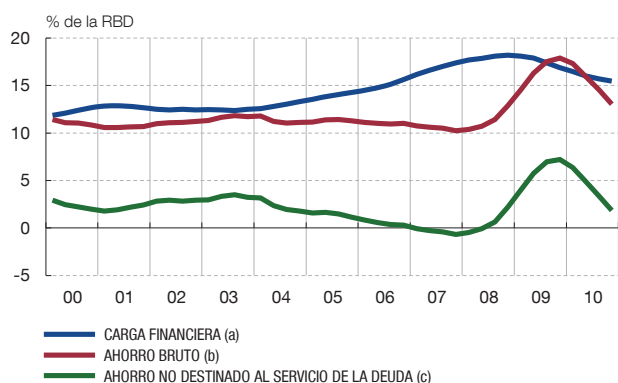
A pesar del escaso dinamismo de la deuda de las familias, la ratio de endeudamiento del sector se mantuvo estable, debido al estancamiento de las rentas y al elevado peso relativo de la deuda para adquisición de vivienda y el plazo largo de amortización de las hipotecas, que condicionan también el patrón de desapalancamiento de los hogares (véase recuadro 6.2). Este indicador sigue, por tanto, en niveles muy elevados (a finales de 2010, se situaba en torno al 125 % de la RBD, unos 5 pp por debajo de los niveles máximos de mediados de 2008; véase gráfico 1 del recuadro 6.2). Por su parte, la riqueza neta siguió descendiendo como consecuencia fundamentalmente del retroceso del valor del componente inmobiliario, y, en menor medida, del financiero. La carga financiera también volvió a disminuir, gracias a la reducción del coste medio de la financiación (véase gráfico 6.6). No obstante, este indicador recoge con un cierto retraso los movimientos en los tipos de interés interbancarios, por lo que es de esperar que el ascenso que estos han registrado desde mediados de 2010 se traslade gradualmente al servicio de la deuda durante los próximos trimestres.

El descenso de la carga financiera contribuyó a que, tras la tendencia ascendente que habían presentado en los tres años previos, en 2010 las ratios de morosidad del sector disminuyeran ligeramente, tanto en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda como en los de consumo y otros fines (0,4 pp en ambos casos, hasta quedar situadas en el 2,4 % y 6,6 %, respectivamente).

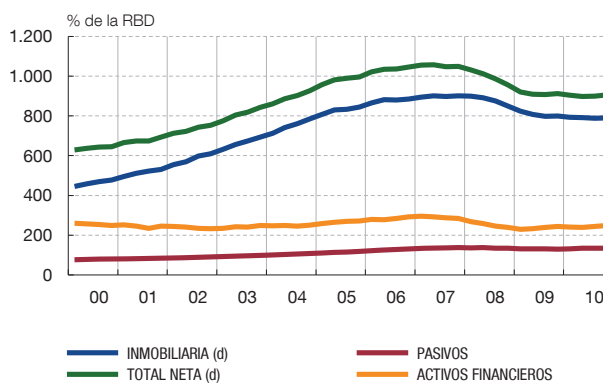
La información más reciente disponible de la Encuesta Financiera de las Familias muestra que el incremento entre 2005 y principios de 2009 en el grado de presión financiera ha sido más acusado en algunos segmentos que se encuentran en una situación comparativamente más vulnerable. Entre los hogares en los que ningún miembro trabaja la proporción de los que tienen algún tipo de crédito se incrementó más de 6 pp (el equivalente a algo menos de un 2 % del total de las familias) durante este período, hasta alcanzar el 21 %, mientras que para el conjunto del sector el ascenso fue prácticamente nulo. Este cambio, no obstante, refleja fundamentalmente el desplazamiento de un número importante de los miembros de los hogares endeudados desde la situación de ocupado a la de desempleado. Entre las familias en las que ningún miembro trabaja, el porcentaje de las que soportan una carga financiera superior al 40 % de sus ingresos se situó, a principios de 2009, próximo al 25 % (frente al 16,6 % observado para el conjunto de las familias endeudadas). Por grupos de edad, los mayores ascensos en la proporción de familias endeudadas que rebasan dicho umbral se han registrado en los hogares más jóvenes. Así, por ejemplo, en aquellos en los que el cabeza de familia tiene menos de 35 años (un 10 % de las unidades familiares), se ha elevado hasta el 24 % (9,2 pp más que en 2005).

Desde mediados de 2010, la deuda de las sociedades no financieras ha mostrado una pauta de recuperación, de modo que, a partir del tercer trimestre del año, el ritmo de crecimiento se situó en registros ligeramente positivos. Por instrumentos, esta evolución fue resultado del menor ritmo de contracción de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes y la aceleración de los otorgados por no residentes, mientras que la financiación obtenida vía valores de renta fija siguió creciendo a una tasa elevada. Detrás de esta recuperación se encuentran, asimismo, patrones sectoriales diferenciados, coherentes con un proceso de desapalancamiento selectivo por ramas de actividad. Así, las

CARGA FINANCIERA Y AHORRO



RIQUEZA



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

- a Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- b Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- c Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- d Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

ligadas al mercado de la vivienda siguieron mostrando tasas de crecimiento negativas del crédito bancario, mientras que en el resto se registraron a finales de año ritmos de avance positivos o en torno a cero (véase gráfico 6.1). Por otra parte, la información disponible apunta a que las diferencias entre las compañías de mayor dimensión y las pymes (en las ramas no ligadas al sector inmobiliario) habrían sido algo menos acusadas que las observadas en las etapas más agudas de la crisis.

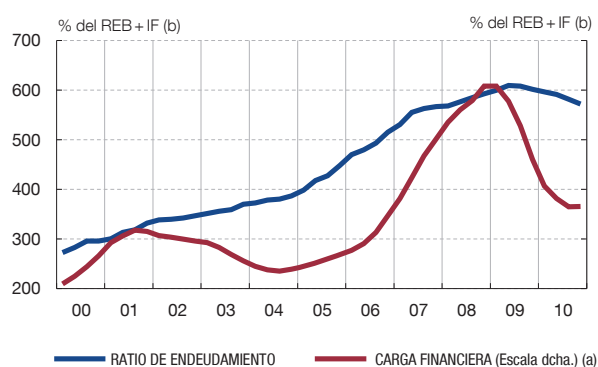
El sector pasó a presentar una capacidad de financiación positiva, por primera vez desde 1998

Las necesidades de financiación de las sociedades pasaron a presentar, por primera vez desde 1998, un saldo acreedor, por importe equivalente al 1,3 % del PIB, según las Cuentas Financieras. No obstante, la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, fue positiva y se situó en el 0,8 % del PIB, 0,5 pp menos que un año antes.

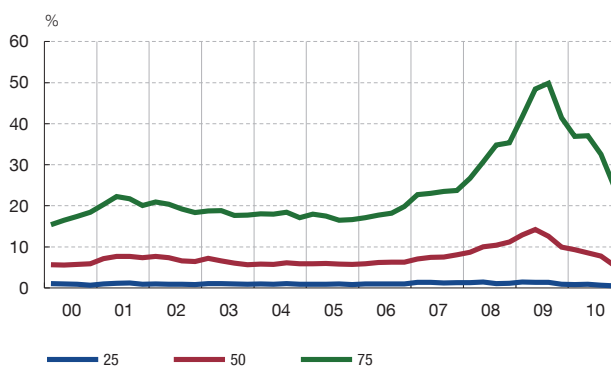
Los indicadores de posición patrimonial de las sociedades mostraron una cierta mejoría

La posición patrimonial agregada del sector mostró una cierta mejoría. La recuperación de los resultados económicos y el escaso dinamismo de los pasivos se tradujeron en un ligero descenso de la ratio de endeudamiento y un ascenso de la rentabilidad. Esta evolución, unida al descenso de los costes medios de la deuda viva, permitió que la carga financiera se redujera (véase gráfico 6.7). Además, para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), disminuyó la dispersión de la distribución de estas ratios, al ser la mejoría más pronunciada en el caso de las empresas en una situación financiera más desfavorable. Como efecto conjunto de todo ello disminuyeron los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo, desde los registros máximos alcanzados entre finales de 2009 y principios de 2010 (véase gráfico 6.7). Estos desarrollos a nivel agregado fueron compatibles con comportamientos sectoriales diferenciados. Así, según la CBT, la mejoría en estos indicadores fue especialmente acusada en la industria, una rama que había registrado un deterioro especialmente marcado en 2009. Por otra parte, los analistas revisaron al alza las expectativas sobre los beneficios de las compañías cotizadas a lo largo de 2010, tanto a largo como, sobre todo, a corto plazo, y, para estas últimas, la tasa de crecimiento pasó a presentar valores positivos.

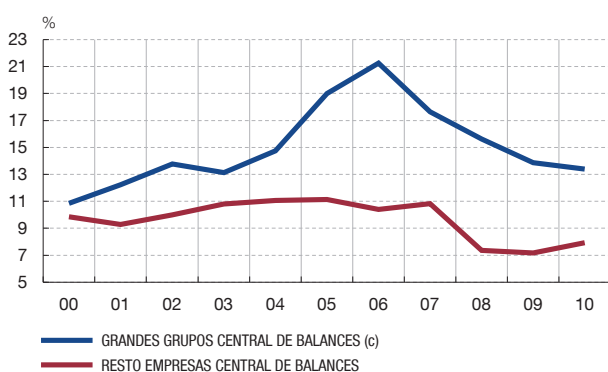
RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



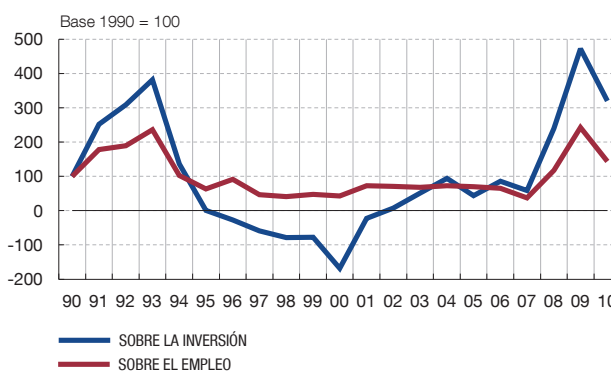
PERCENTILES DE LA RATIO DE CARGA FINANCIERA



RON/RECURSOS PROPIOS



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (d)



FUENTE: Banco de España.

- a Estimación de pagos por intereses.
 b Excedente bruto de explotación más ingresos financieros.
 c Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
 d 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.

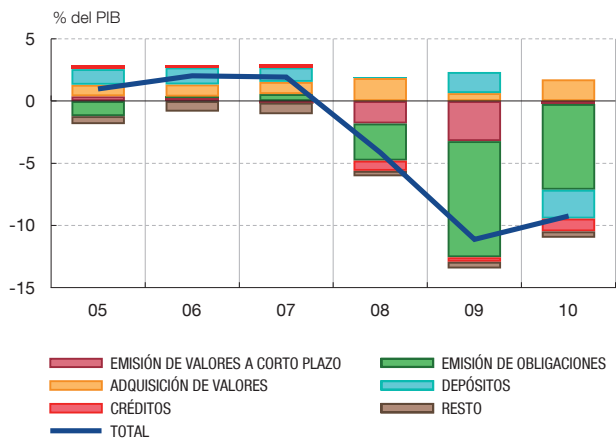
A pesar del ligero descenso que ha registrado, el endeudamiento de las sociedades sigue todavía en niveles muy elevados (en torno al 800% del excedente bruto de explotación), sin que se haya reducido significativamente desde los valores de 2008. Esta ratio es especialmente alta en algunas ramas de actividad, como la construcción y los servicios inmobiliarios (véase recuadro 6.2), que son las que han presentado un mayor ascenso de la ratio de morosidad, hasta alcanzar a finales de 2010 el 13,5% (frente a un 3,9% en el resto de sectores).

5.3 LAS AAPP

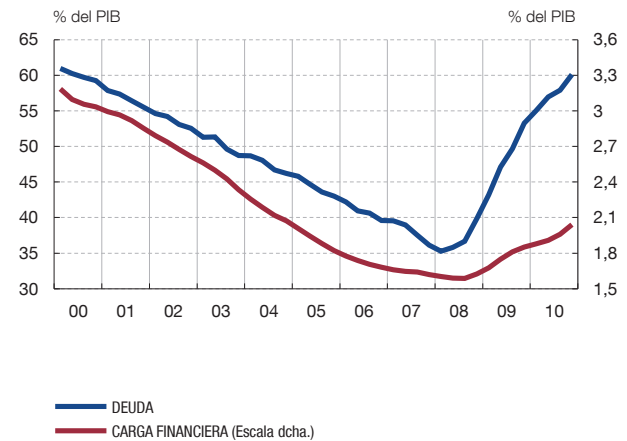
Las necesidades de financiación del sector público disminuyeron, aunque siguen siendo elevadas...

Los esfuerzos de consolidación fiscal realizados permitieron reducir el déficit público hasta el 9,2% del PIB, 1,9 pp por debajo del de 2009. El detalle por instrumentos muestra que el déficit se ha cubierto, fundamentalmente, mediante emisiones de valores a largo plazo, que alcanzaron un importe equivalente al 6,9% del PIB en términos netos (véase gráfico 6.8). Por otra parte, las AAPP adquirieron valores por un volumen del 1,7% del PIB, inversiones en parte ligadas a las medidas de apoyo al sistema financiero.

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.

... lo que se tradujo en un importante ascenso de los pasivos del sector y, como resultado, de las ratios de endeudamiento y carga financiera

El notable avance que, a pesar de su desaceleración, registraron los pasivos del sector (su tasa de crecimiento se situó en el 13,8%), unido al escaso dinamismo del PIB, se ha traducido en un incremento del endeudamiento, que alcanzó el 60% del PIB a finales de 2010, casi 7 pp más que en el año anterior, y de la carga financiera asociada, aunque de forma moderada, hasta alcanzar el 2% del PIB. A pesar del repunte de los tipos de interés negociados en los mercados, el coste medio de los pasivos apenas varió, debido a la lentitud con la que estos movimientos se trasladan a los pagos por intereses.

1 Introducción

Este capítulo del *Informe Anual*, dedicado a la gestión del Banco de España, describe globalmente los aspectos más destacados de la actividad de la institución durante 2010, algunos de los cuales serán abordados con mayor 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

El Banco de España ha tenido una intensa actividad en comités y grupos de trabajo

Como en años anteriores, durante 2010 el Banco de España mantuvo 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, entre otras, decisiones de política monetaria, tal y como se explica con detalle en los capítulos 1 y 4 de este *Informe Anual*.

Un amplio número de profesionales del Banco de España participó en los comités, grupos de trabajo y otras formaciones del Eurosistema que asisten a los órganos de gobierno del BCE en la toma de decisiones o preparan sus reuniones.

En el contexto de las actividades relacionadas con el Comité de Política Monetaria (MPC), el Banco ha intervenido activamente en los ejercicios de previsión que realizan periódicamente el Eurosistema y el BCE y en la redacción del informe sobre finanzas públicas, así como en el informe sobre cuestiones estructurales que el Comité elabora anualmente y que se ha dedicado este año al comercio minorista y su incidencia en la fijación de precios.

Asimismo, como miembro del MPC, y en coordinación con el Comité de Operaciones de Mercado (MOC), el Banco de España contribuyó a la adaptación del marco operativo a las circunstancias derivadas de la inestabilidad en los mercados de deuda soberana, que supuso la reintroducción de algunas de las medidas excepcionales de provisión de liquidez que habían comenzado a suprimirse a comienzos de 2010, así como la puesta en marcha a mediados del año del programa de adquisición de valores en el mercado secundario (*Securities Markets Programme*). Paralelamente, el Banco de España tomó parte en las discusiones sobre el diseño de la estrategia que permita ir suprimiendo las medidas excepcionales tomadas durante el período de crisis financiera en la medida en que dejen de ser necesarias.

En el ámbito de los sistemas de pago, el Banco de España ha continuado participando en la gestión del sistema TARGET2, que desempeña un papel fundamental en la ejecución de la política monetaria y en el funcionamiento de los mercados monetarios del euro. Este sistema funcionó de manera satisfactoria durante 2010, alcanzando un nivel de disponibilidad del 99,99%. En 2010 se introdujo un nuevo perfil de conexión a través de Internet, que se ofrece a participantes con un volumen reducido de pagos, para los que supondrá una considerable simplificación de los requisitos de participación en el sistema.

El Banco de España ha contribuido a los importantes avances registrados en 2010 en dos de los principales proyectos que el Eurosistema está desarrollando actualmente: TARGET2-*Securities* (T2S), en el área de la liquidación de valores, y CCBM2, para la gestión de garantías en sus operaciones de crédito.

T2S supone la creación de una plataforma centralizada para la liquidación de operaciones de valores en euros y otras monedas. El Banco de España es uno de los bancos centrales encargados de su desarrollo y mantenimiento, junto con los de Alemania, Francia e Italia. También participa con un miembro en el Consejo del Programa T2S, creado por el Consejo de Gobierno del BCE con el objetivo de garantizar la conclusión puntual y con éxito del Programa T2S en 2014. A principios de 2010 se finalizó el documento que recoge los requerimientos de usuario y se ha continuado con los trabajos de desarrollo informático y de negocio. En la elaboración del marco jurídico, se ha publicado la Orientación de T2S y se ha progresado en la elaboración de los acuerdos que firmarán con el Eurosistema los depositarios centrales de valores y los bancos centrales que no pertenecen a la zona del euro. Otro paso importante en el proyecto fue la aprobación en noviembre de la estructura de tarifas que se aplicará en T2S.

En el ámbito de CCBM2, en 2010 se finalizó el documento de requerimientos de usuario, se confirmó la oportunidad del proyecto a partir de un análisis cualitativo y cuantitativo, y se aprobaron el expediente financiero, el calendario de pagos de los bancos centrales y el plan del proyecto. Todos los bancos centrales nacionales del Eurosistema manifestaron su compromiso de participar en CCBM2, si bien la estructura modular de la futura plataforma permite que algunos hayan optado por adquirir solo ciertas funciones. El Banco de España forma parte de los diversos grupos de trabajo creados para la gestión del proyecto, y ha colaborado durante 2010 con los bancos centrales directamente encargados de su desarrollo (Bélgica y Holanda) en el diseño de algunos aspectos funcionales.

Por lo que respecta a la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA), transcurridos más de dos años desde su lanzamiento, el Banco de España ha continuado coordinando los trabajos encaminados a conseguir una exitosa transición en nuestro país, liderando los foros creados a tal efecto y alentando y facilitando la migración de las Administraciones Públicas.

El Banco ha contribuido a la elaboración del séptimo informe de progreso de la SEPA, en el que se recogen los principales logros conseguidos desde la publicación del anterior informe, así como los retos futuros y los elementos clave para el éxito de la iniciativa. El informe destaca el firme apoyo del Eurosistema al establecimiento por parte de los legisladores europeos de una fecha final de migración a la SEPA, lo que contribuirá decisivamente a la consecución de un mercado integrado de pagos en euros.

El Banco de España asumió su cuota de producción de billetes de 50 y 5 euros

El Banco de España continuó desarrollando en 2010 las funciones que tiene encomendadas como miembro del Eurosistema para la fabricación, la custodia, la distribución y el cuidado de la calidad de los billetes en euros, así como la lucha contra la falsificación. En el ámbito de la fabricación de billetes, el Banco de España asumió su cuota de producción en el Eurosistema, que se tradujo en el encargo de fabricar billetes de 50 y 5 euros. En lo que se refiere a la custodia, almacenaje y transporte de billetes, el Banco custodia, además de los propios, una parte de los billetes propiedad del BCE que forman parte de la reserva estratégica del Eurosistema y es un miembro activo en lo que se refiere a la distribución de billetes en toda la zona del euro, habiendo sido elegido un año más para evaluar la calidad de los billetes en circulación en el Eurosistema.

Por otro lado, el Banco desempeñó un importante papel en las tareas preparatorias de la segunda serie de billetes en euros que se pondrá en circulación en los próximos años, participando en las reuniones de trabajo y realizando pruebas técnicas en sus instalaciones.

El Banco de España participó activamente en los trabajos desarrollados por el Comité de Supervisión Bancaria (BSC). Este comité ha puesto fin a sus doce años de existencia

como consecuencia de la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), con cuyo nuevo Comité Consultivo Técnico se iban a solapar sus funciones. Asimismo, el Consejo de Gobierno ha decidido crear el Comité de Estabilidad Financiera, que comenzó a operar a principios de 2011 y que apoyará al Consejo de Gobierno del BCE en el cumplimiento de sus funciones de estabilidad financiera.

En el ámbito de la elaboración estadística, el Banco de España, además de su actividad en el Comité de Estadística y los grupos de trabajo correspondientes, presidió durante el año 2010 el equipo de trabajo (*task force*) que decidió la conveniencia de ampliar las actuales listas de instituciones financieras monetarias (IFM), fondos de inversión y fondos de titulización y construir un Registro de Entidades del Eurosistema con el objetivo de que pueda ser de utilidad en ámbitos distintos del estadístico y, en concreto, para la JERS.

Como miembro del SEBC, el Banco de España ha participado en la elaboración de los dos informes semestrales del BCE sobre estabilidad financiera y ha contribuido a los análisis que con la misma periodicidad se realizan para la Mesa de Estabilidad Financiera del Comité Económico y Financiero. También cabe destacar otras dos publicaciones, el *Informe sobre Estructuras Bancarias* y otra sobre desarrollos recientes en las estructuras de supervisión de los países miembros de la Unión Europea. Finalmente, hay que mencionar los trabajos, desarrollados en estrecha cooperación con el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), sobre el análisis del impacto de los nuevos requerimientos prudenciales, entre los que se incluyen específicamente la prociclicidad de los requisitos mínimos de capital.

El nuevo marco institucional de supervisión financiera en la UE fue aprobado en noviembre de 2010

El nuevo marco institucional de supervisión financiera de la UE fue finalmente aprobado a finales de noviembre de 2010 y entró en vigor el 1 de enero de 2011. Así, se ha revestido de fuerza normativa, bajo la forma de reglamento comunitario, un Sistema Europeo de Supervisión Financiera basado en dos pilares:

- La JERS, encargada de asumir la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la UE para contribuir a la prevención o mitigación del riesgo sistémico. El presidente y vicepresidente del BCE y los gobernadores o presidentes de los bancos centrales nacionales de los países de la UE son miembros de la Junta General del JERS, que además cuenta con dos comités consultivos, uno científico y otro técnico.
- Tres autoridades supervisoras europeas, creadas a partir de los comités europeos de supervisores: la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA) y la Autoridad Europea de Seguros y Fondos de Pensiones (EIOPA), entre cuyas tareas figura contribuir a establecer unos estándares y prácticas supervisores comunes.

En diciembre de 2010 tuvo lugar la primera reunión del Comité de Gestión de Riesgos (RMC), creado por el Consejo de Gobierno del BCE sobre la estructura del Grupo de Trabajo de Control de Riesgos (RMWG), dependiente, hasta entonces, del MOC. La principal función del nuevo Comité consiste en la vigilancia, medición y gestión del riesgo financiero generado por las operaciones del Eurosistema.

3 Actividades internacionales

El Banco de España ha continuado trabajando en la consolidación de su proyección internacional. Con esta finalidad, ha mantenido un fluido diálogo con bancos centrales, super-

visores y reguladores financieros, así como con los organismos multilaterales, tanto de modo bilateral como en el seno de los foros internacionales, muchos de ellos surgidos al hilo de la crisis.

En la UE, el Banco de España ha participado, como integrante de la delegación española, en diversos grupos de trabajo y comités del marco institucional comunitario.

Como en años anteriores, el gobernador participó con sus homólogos europeos y los ministros de Economía y Finanzas en las reuniones informales del ECOFIN. Durante 2010 se celebraron dos reuniones: la primera, coincidiendo con la presidencia española del Consejo de la UE, tuvo lugar en abril en Madrid; la segunda, en Bruselas, bajo la presidencia de Bélgica, ya en septiembre.

La labor del Comité Económico y Financiero (CEF) en su composición amplia, con la participación de los bancos centrales, incluyó, en primer lugar, su tarea regular de revisión de la situación económica y financiera en la UE y el examen anual de los programas de estabilidad y convergencia y de los Procedimientos de Déficit Excesivo abiertos. En segundo lugar, el Comité siguió coordinando una posición común europea en las reuniones internacionales del G 20, del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y del Fondo Monetario Internacional (FMI), que en 2010 incluyó la reforma de las cuotas y de la gobernanza del FMI.

Por su parte, la agenda de trabajo del Comité de Política Económica (CPE) puso especial énfasis en el desarrollo de los trabajos previos a la renovación de la Estrategia de Lisboa (Estrategia 2020), que tuvo lugar en la primera mitad de 2010, así como en las discusiones sobre la reforma de la gobernanza económica en Europa.

En el ámbito supervisor, cabe mencionar la aportación del Banco de España a la actividad llevada a cabo por el CEBS. Los puntos más destacados son los siguientes:

- Asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre las sucesivas modificaciones a las directivas de capital, donde se encuadra tanto la incorporación a la normativa europea de las recomendaciones y estándares del FSB en materia de remuneraciones, finalmente aprobada en diciembre de 2010, como la introducción de los requerimientos prudenciales de Basilea III, aún pendientes de desarrollo legislativo.
- Cooperación y convergencia de las prácticas supervisoras mediante la elaboración de nuevas guías y la actualización de otras anteriores. Así, en el año 2010 se publicaron guías sobre la decisión y evaluación conjunta de la adecuación de capital, política de remuneración, coste de la liquidez, reconocimiento de las agencias de calificación crediticia, riesgo operacional, riesgo de concentración, pruebas de resistencia, transparencia de riesgos en épocas de crisis y gestión de riesgos.
- Trabajos relacionados con la transparencia supervisora y la restauración de la confianza del mercado. Así, cabe mencionar las pruebas de resistencia realizadas en el verano de 2010 para analizar la solvencia de un numeroso grupo de bancos europeos ante una situación de estrés. El Banco de España participó activamente en este ejercicio, que, en el caso de nuestro país, abarcó la práctica totalidad de las entidades de crédito.

En el ámbito financiero global, el FSB —donde participa el Banco de España— ha continuado el trabajo ya iniciado en el año anterior, relativo al tratamiento del riesgo moral de las entidades sistémicas. Además, ha comenzado a analizar otras cuestiones, como la regulación y supervisión de las actividades fuera del sector bancario o la intensidad y efectividad de un modelo de supervisión. Asimismo, cabe destacar las denominadas revisiones inter pares o *peer reviews*, que se dividen en dos grandes grupos. Por un lado, están las referidas a temas específicos: se ha publicado en 2010 una revisión sobre prácticas en materia de remuneraciones y se han iniciado otras dos, sobre difusión de información de riesgos y sobre prácticas en la concesión de hipotecas. Por otra parte, están las que se refieren a países concretos: en septiembre se publicó el primer informe referido a México y se trabajó durante 2010 en los de España e Italia, publicados a comienzos de 2011. Finalmente, conviene destacar los trabajos que desarrolla el Consejo para la valoración de vulnerabilidades en el sistema financiero.

Las actividades del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI), circunscritas a los bancos centrales, han sido particularmente intensas este año, destacando las reuniones bimestrales de gobernadores y los trabajos desarrollados en los distintos comités en los que participa el Banco de España. Entre estos últimos, cabe resaltar el Comité de Estabilidad Financiera Global y el Comité de Mercados. También fue relevante la contribución del Banco en los distintos eventos organizados por el BPI y, en especial, en la extensa red de grupos de trabajo que se derivan de los comités mencionados anteriormente. Entre estos, destacó la organización conjunta de una mesa redonda sobre el futuro de la banca internacional en México DF.

El Comité de Basilea reformó las normas sobre capital

Especialmente relevante en al ámbito internacional resulta la modificación llevada a cabo por el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS) en materia de capital y liquidez. Esta reforma es parte de su respuesta a las lecciones aprendidas durante la crisis, y ha sido respaldada por el FSB y por los líderes del G 20.

En relación con estas medidas, y especialmente en el marco de las entidades sistémicas, conviene destacar la aprobación de la propuesta sobre capital contingente elaborada por el Comité de Basilea.

En el marco de la supervisión intersectorial, el Banco se ha implicado en los trabajos del Foro Conjunto (*Joint Forum*), grupo internacional que agrupa a supervisores de banca, valores y seguros, que en el año 2010 se ha centrado en iniciar la actualización de los principios sobre conglomerados del año 1999, así como en la elaboración de un informe sobre el uso de modelos para el sector bancario y de seguros. Asimismo, se han realizado análisis sobre los apoyos intragrupo, el marco de las titulizaciones y el uso de calificaciones crediticias en diversos productos financieros.

Por otro lado, el Banco de España continúa presidiendo, junto a la Reserva Federal de Filadelfia, el Grupo de Trabajo Internacional sobre Riesgo Operacional (IORWG), cuyo principal objetivo es actuar como centro de conocimiento y experiencia para una gestión avanzada del riesgo operacional en la banca central. El grupo está integrado por los responsables de la gestión del riesgo operacional de más de cuarenta bancos centrales y autoridades monetarias, y se reúne anualmente.

Como viene siendo habitual, el Banco colabora estrechamente con el FMI, tanto a nivel institucional como dando apoyo a los representantes españoles en dicho organismo. Con

este fin, se ha contribuido activamente a la elaboración y desarrollo de posiciones sobre aquellos asuntos tratados en el FMI y que han sido relevantes para nuestro país.

La actividad del Fondo durante el último año ha venido dictada, por un lado, por el desarrollo de medidas y el suministro de financiación para coadyuvar a la salida de la crisis y, por otro, por el estudio y aplicación de medidas preventivas de cara al futuro. El FMI ha tratado el aumento de las cuotas de la institución, ha aprobado la ampliación y flexibilización de los Nuevos Acuerdos de Préstamo en los que España participa, y ha modernizado su propio catálogo de instrumentos de financiación.

Además, en 2010 el FMI ha colaborado activamente con la UE en el apoyo a países europeos con problemas de financiación (en particular, Grecia e Irlanda). Con el fin de alinear de forma más adecuada la representación de los países en el FMI con el actual panorama internacional, se ha discutido la composición del Directorio Ejecutivo del Fondo. Por otro lado, la preocupación por el reforzamiento de la supervisión financiera y multilateral ha dado como fruto la elaboración de nuevos informes y la imposición de evaluaciones obligatorias del sistema financiero para países sistémicamente importantes.

El Banco de España también ha colaborado con el FMI, como en años anteriores, en la discusión de los informes periódicos del artículo IV de los países con mayor relevancia para España. En particular, en 2010, tuvo lugar la discusión del artículo IV sobre nuestro país y sobre políticas de la zona del euro. En el ámbito de la supervisión multilateral, el Banco de España también ha contribuido a la discusión sobre el *Informe de Perspectivas Económicas Mundiales* y el *Informe de Estabilidad Financiera Global*, que elabora el FMI con periodicidad bianual y que se discuten en las reuniones bianuales de la institución en las que el Banco de España participa.

El Banco de España se ha involucrado de forma cada vez más activa en los trabajos del G 20

Durante 2010, el Banco de España ha ido involucrándose en los trabajos del G 20 de una forma cada vez más activa. En este sentido, se han elaborado informes sobre temas relevantes para este foro, como son la reforma regulatoria financiera, la coordinación de políticas macroeconómicas para el fortalecimiento del marco global de crecimiento, la reforma del sistema monetario internacional y el reforzamiento de las redes globales de aseguramiento financiero.

En 2010, el Banco mantuvo su estrecha colaboración con los principales bancos multilaterales 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. Como en años anteriores, se ha formado parte de las delegaciones españolas participantes en las reuniones periódicas del Club de París y de 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 es particularmente intensa. Así, en lo que concierne al Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), que sirve como principal foro de coordinación de los bancos centrales latinoamericanos, el Banco participó en las reuniones de gobernadores, del Comité de Alternos, del Comité de Auditoría y del Comité de Tesoreros. Además, el Banco de España participa en los distintos grupos de trabajo de la institución y se le puede considerar como uno de los mayores colaboradores en sus actividades formativas, un buen número de las cuales son organizadas conjuntamente por ambas instituciones.

Por último, cabe mencionar que en el marco de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA) se han seguido intensificando los lazos con los supervisores latinoamericanos. En este sentido, en el año 2010 se han llevado a cabo diversos seminarios en Brasil, Uruguay y España. Los temas principales de trabajo durante el año fueron las pruebas de resistencia, la liquidez y las microfinanzas.

La cooperación y la asistencia técnica han mantenido su crecimiento sostenido

Un elemento que contribuye decisivamente a la proyección exterior del Banco es la prestación de cooperación y asistencia técnica a otros bancos centrales y organismos supervisores y reguladores. Esta actividad ha experimentado un crecimiento sostenido a lo largo de los últimos años, al ser percibido el Banco de España como un referente en el campo de la banca central y de la supervisión y regulación financieras. Por parte del Banco, se ha ampliado la cooperación técnica que es objeto de planificación previa y que se realiza de forma bilateral o en colaboración con organismos multilaterales, como el CEMLA, la ASBA, el Consejo Monetario Centroamericano, el FMI, el Banco Mundial y el Instituto de Estabilidad Financiera del BPI.

Las modalidades de cooperación técnica incluyen cursos y seminarios, visitas de estudio y trabajo en el Banco, envío de expertos del Banco a misiones in situ, actividades de asistencia técnica y la atención casi continua de consultas sobre una gran variedad de temas. En cuanto a la oferta formativa ofrecida por el Banco, se realiza, tanto de forma individual como organizada conjuntamente con otras entidades, en modalidad presencial o combinada con formación a través de Internet. En total, en 2010 se organizaron 17 cursos.

Por lo que respecta a la distribución geográfica, al igual que en años anteriores, en 2010 la cooperación técnica se ha concentrado mayoritariamente en el área latinoamericana por motivos lingüísticos, culturales, financieros y económicos. En otras áreas geográficas, como la cuenca mediterránea y Europa del Este, en el año 2010 se ha mantenido el modelo de años anteriores, de modo que la cooperación se ha prestado fundamentalmente integrando el esfuerzo del Banco con el que despliegan otros bancos centrales y agencias supervisoras. Así, el Banco de España participa en varios programas coordinados por el Eurosistema y financiados con fondos de la UE. El área de auditoría interna del Banco está contribuyendo al desarrollo del proyecto TACIS III de Asistencia Técnica para la Confederación de Estados Independientes, en el que colabora, junto a otros ocho bancos centrales del Eurosistema y el propio BCE, con el Banco Central de Rusia. El área de Regulación Financiera, por su parte, aporta expertos para un programa del Eurosistema a cuyo progreso contribuyen 14 bancos centrales y el BCE, que tiene por destinatarios los candidatos y posibles candidatos a la entrada en la UE. De manera similar, el Departamento de Sistemas de Información participa en un proyecto conjunto del Eurosistema de asistencia técnica al Banco Central de Bosnia y Herzegovina.

3.2 CONFERENCIAS,
REUNIONES
Y SEMINARIOS
ORGANIZADOS
POR EL BANCO DE ESPAÑA

Durante el año 2010, el Banco de España ha desarrollado una intensa actividad en la organización de reuniones y eventos de alto nivel, encaminados a compartir conocimientos e intercambiar opiniones y puntos de vista sobre temas de actualidad.

Cabe destacar el *V Seminario de Alto Nivel del Eurosistema y los Bancos Centrales Latinoamericanos*, organizado conjuntamente con el Banco Central Europeo (BCE), que tuvo lugar el 10 de diciembre de 2010 en Madrid. El seminario abordó las repercusiones económicas y las respuestas de política económica a los desequilibrios globales y a los flujos financieros. El evento estuvo presidido por el gobernador del Banco de España y el presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet. A este encuentro asistieron gobernadores, subgobernadores y funcionarios de alto nivel de bancos centrales de

América Latina y del Eurosistema, además de representantes de organismos financieros como la Comisión Europea o el CEMLA.

En el marco de la presidencia española de la Unión Europea, se celebró en abril en la sede del Banco un *Seminario de Alto Nivel*, organizado conjuntamente con EUROFI, al que asistieron líderes del sector financiero y autoridades públicas nacionales e internacionales, incluidos ministros de Economía, bancos centrales, reguladores y supervisores. El objetivo del mismo era definir prioridades en la reforma del marco de regulación y supervisión financieras.

También en el marco de la presidencia española, se organizó en mayo, conjuntamente con la Secretaría de Estado de Comercio, el seminario informal del Grupo de Trabajo del Consejo de la Unión Europea sobre crédito a la exportación, analizándose diferentes aspectos ligados a la financiación del comercio y a la presencia de la banca española en Latinoamérica. Por último, como viene siendo habitual, también se celebraron una serie de actos, de carácter abierto, relacionados con la presentación de informes en el Banco de España por parte de instituciones internacionales como el Banco Interamericano de Desarrollo (*El Mundo Post-Crisis Financiera Global: Lecciones, Desafíos y Perspectivas para América Latina*), el Banco Mundial (*Informe Anual de Perspectivas Económicas*) o el FMI (*Perspectivas Económicas Mundiales*).

Durante 2010, el Banco de España organizó también numerosas conferencias de carácter más académico, que se enumeran en el epígrafe 4.2.

4 Análisis económico e investigación

El análisis y la investigación económicos son esenciales para el cumplimiento de las funciones que el Banco de España tiene encomendadas. Durante 2010, las labores de análisis e investigación de la economía española y de su entorno internacional se han seguido desarrollando con el objetivo fundamental de asesorar a sus órganos de gobierno para el cumplimiento de estas funciones. Como resultado de estas actividades, se han publicado 39 documentos de trabajo, 2 documentos ocasionales y 47 artículos en revistas académicas o en libros especializados, de los cuales 22 se publicaron en revistas internacionales bajo evaluación anónima.

4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS

La agenda investigadora del Banco de España ha girado en torno a cuatro grandes áreas:

- Modelización y previsión macroeconómica.
- Política monetaria y sus mecanismos de transmisión.
- Estabilidad financiera.
- Economía española.

La agenda investigadora ha estado centrada en la crisis y sus implicaciones de política económica

La agenda investigadora del Banco de España durante 2010 ha estado centrada en el análisis de la crisis y sus implicaciones de política económica. En particular, se ha prestado especial atención al estudio del proceso de ajuste y recuperación de la economía mundial, y, en mayor medida, de la zona del euro y española; a mejorar la integración de las vertientes financiera y real en el análisis macroeconómico al uso; al análisis del crédito y del endeudamiento óptimo de empresas y familias; a la identificación de los determinantes del tamaño óptimo del sector financiero y de las políticas más adecuadas para prevenir su sobredimensionamiento; a la incorporación de elementos de estabilidad financiera

en la formulación de la política monetaria; al papel de las políticas fiscales en la situación actual; al desarrollo de la crisis de deuda soberana en algunos de los países europeos; a la incidencia de la crisis sobre el nivel y la tasa de crecimiento potencial, y a las políticas estructurales adecuadas para promover el crecimiento potencial.

Por lo que se refiere a la modelización y a la previsión macroeconómica, los principales resultados obtenidos se refieren a la incorporación de las expectativas en el modelo macroeconómico trimestral para el análisis y previsión de la economía española, el desarrollo de modelos de equilibrio general con agentes racionales para la simulación de medidas fiscales en España y la extensión de modelos dinámicos de factores para la identificación de *turning points* en la evolución de las principales variables económicas, así como la ampliación de las herramientas para la predicción de la actividad en el muy corto plazo. Por lo que respecta a los instrumentos de análisis, cabe resaltar que a finales de 2010 se hicieron públicos los resultados preliminares de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF-2008), que permiten una aproximación detallada a la situación financiera de los hogares españoles y, por tanto, una mayor información para el análisis de sus decisiones de consumo y de ahorro.

En relación con el análisis de la política monetaria y sus mecanismos de transmisión, los dos principales resultados tienen que ver con i) el análisis de la política monetaria óptima cuando existen restricciones de endeudamiento y competencia monopolística en el sistema bancario, y ii) la implementación de la política monetaria mediante posibles modificaciones de las facilidades de depósito y de crédito del banco central.

En el área de estabilidad financiera y análisis del sistema financiero internacional, durante 2010 la investigación se ha seguido centrando en distintos aspectos de la crisis y las medidas regulatorias diseñadas para reducir su probabilidad y su impacto. Se ha iniciado una línea de investigación centrada en el análisis del riesgo de contraparte; se ha profundizado en el estudio de los distintos mecanismos de mitigación de la prociclicidad en un marco regulatorio sensible al riesgo; se han abordado distintos aspectos relacionados con la metodología de las pruebas de resistencia, y se ha seguido avanzando en el análisis del papel de la competencia en la toma de riesgo. También se ha abordado el análisis de los flujos internacionales de capitales y de los desequilibrios globales, de la diversificación del riesgo asociado a la integración financiera y de los determinantes del riesgo soberano y de las crisis financieras.

Finalmente, las líneas de investigación sobre economía española se han articulado en torno a dos grandes bloques de temas. En el primero, se ha profundizado en el ajuste de la economía española y sus determinantes, prestando especial atención al impacto de las características institucionales y estructurales (mercado de trabajo, demografía y estructura empresarial, apertura exterior y sector inmobiliario). En el segundo, los trabajos se han dirigido a fundamentar recomendaciones de política económica en diferentes ámbitos (política fiscal y políticas estructurales), así como a evaluar su impacto macroeconómico.

4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA

Las conexiones del Banco de España con la comunidad académica y con las unidades dedicadas a la investigación económica en otros bancos centrales e instituciones internacionales se han mantenido a través de las cuatro vías tradicionales.

En primer lugar, los trabajos de análisis y de investigación producidos por el Banco de España se han presentado y discutido en seminarios y conferencias y, además, se han publicado en los canales habituales de la profesión.

En segundo lugar, el Banco de España celebra varias series de seminarios en los que participan miembros de la comunidad académica, entre ellos, un seminario de investigación económica de frecuencia semanal. Por lo que respecta a reuniones científicas, el Banco de España ha organizado, junto a otras instituciones, cinco conferencias internacionales: la conferencia *Interactions between Monetary and Fiscal Policies*, en febrero; el seminario *Towards more Efficient Labour Markets*, organizado conjuntamente con el FMI en el mes de mayo; la decimoséptima edición del *European Summer Symposium in International Macroeconomics (ESSIM)*, organizada conjuntamente por el Banco de España y el Centre for Economic Policy Research (CEPR) en las instalaciones del Banco en Roda de Bará (Tarragona), en mayo; la *Segunda Conferencia de Estabilidad Financiera*, del International Journal of Central Banking (IJCB), titulada *The Theory and Practice of Macro-Prudential Regulation*, celebrada en junio por el CEMFI en el Banco de España, y la conferencia *Financial Globalization: Shifting Balances*, organizada conjuntamente con el Banco Mundial y el Centre de Recerca en Economia Internacional de Barcelona (CREI), en julio.

Además, se ha patrocinado la organización de sesiones en congresos académicos, tales como los de la European Economic Association y la Latin American and Caribbean Economic Association.

En tercer lugar, el Banco de España siguió contribuyendo a las redes de investigación organizadas dentro del Eurosistema para el análisis de la economía del área del euro, como el iniciado sobre regulación macroprudencial, y, en el ámbito latinoamericano, dentro del CEMLA. También se han mantenido los programas periódicos de visitantes y de asesores externos que potencian los proyectos que puedan considerarse estratégicos en distintas áreas de análisis y de investigación.

Finalmente, en 2010 se convocó la segunda edición del Programa de Excelencia en Educación e Investigación en Economía Monetaria, Financiera y Bancaria, cuyo objetivo es promover la excelencia en la docencia y la investigación en las áreas de macroeconomía, política monetaria, finanzas, supervisión del sistema financiero y economía internacional, mediante el establecimiento de convenios de colaboración con universidades y centros de investigación que faciliten la subvención de la contratación de profesores e investigadores y la ejecución de proyectos de investigación.

4.3 DIFUSIÓN Y COMUNICACIÓN

Las tres vías primarias para la difusión y comunicación de los resultados de la investigación son las series de Documentos de Trabajo y de Documentos Ocasionales, así como el *Boletín Económico* mensual, donde se publican, además de artículos periódicos de coyuntura económica, resúmenes de trabajos realizados y avances de investigaciones en curso, y la *Revista de Estabilidad Financiera*. Todas estas actividades se recogen en el Portal del Investigador, una sección del sitio web del Banco de España.

5 Supervisión y regulación bancaria

5.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

El Banco de España supervisa
339 entidades de crédito

A 31 de diciembre de 2010, se encontraban bajo la supervisión del Banco de España un total de 481 entidades de diversa naturaleza, de las que 339 eran entidades de crédito (EC). Sobre estas, el Banco realiza un proceso de supervisión continuada¹.

El objetivo fundamental del proceso supervisor es mantener actualizado el perfil de riesgo supervisor de cada entidad y tomar las medidas adecuadas para corregirlo, si se considera necesario. Para ello, cuenta con 22 grupos operativos de inspección y 7 grupos de

¹ Disponible en la sección «Supervisión» del sitio web del Banco de España, www.bde.es.

	31.12.2010
ENTIDADES DE CRÉDITO	339
Bancos	72
Cajas de ahorros (a)	36
Cooperativas de crédito	82
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	89
Establecimientos financieros de crédito	59
Entidades de dinero electrónico	1
OTRAS ENTIDADES	143
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	25
Establecimientos de cambio y gestión de transferencias	61
Sociedades de tasación	55
Entidades de pago	2
TOTAL	482

a Las cifras se refieren al número de entidades que figuraban en el Registro de Entidades a 31.12.2010. No obstante, en el caso de las cajas de ahorros, como consecuencia de los procesos de integración, esta cifra se ha reducido a 18 entidades o grupos, más la CECA.

apoyo o transversales, formados por inspectores, economistas-titulados, auditores informáticos, técnicos y personal administrativo.

El número de actuaciones durante 2010 se elevó a 179, de las que 39 se hallaban en curso a 31 de diciembre. Entre estas actuaciones se encuentran, fundamentalmente, las visitas tradicionales de inspección in situ y las actuaciones enmarcadas en los seguimientos continuados in situ.

Se ha ampliado a 15 el número de grupos de EC en los que hay presencia permanente de equipos supervisores

Durante el año, los citados seguimientos continuados in situ, que implican presencia permanente en la entidad, se extendieron a 15 grupos de EC, frente a 10 en 2009. Este sistema es especialmente intenso en los dos principales grupos bancarios, a los que están asignadas más de 50 personas solo para desarrollar esta función.

Se realizaron también otros 329 trabajos especiales relacionados con EC. Entre ellos:

- Actuaciones específicas de seguimiento distintas de las anteriores, como, por ejemplo, estudios sobre activos procedentes de riesgos problemáticos.
- El examen de los informes sobre el proceso de autoevaluación del capital elaborados por las entidades y el proceso supervisor derivado de su revisión.
- El análisis de impacto en cada entidad de los cambios normativos.
- Las actuaciones más relevantes derivadas de las relaciones con supervisores y organismos nacionales e internacionales, en el caso de grupos de entidades de crédito con presencia en España y en otros países.
- Las pruebas de resistencia (test de estrés).

Además, el Banco de España ha tramitado los diferentes procedimientos administrativos sujetos a autorización previa: créditos a altos cargos, toma de participaciones significati-

vas en entidades españolas, adquisiciones de participaciones significativas o de control en el exterior, etc.

El 56 % de los requerimientos realizados se referían a riesgo de crédito

En este contexto, se han dirigido a entidades supervisadas escritos que contenían 192 requerimientos relativos a materias tales como: riesgo de crédito (criterios de concesión, clasificación y cobertura con provisiones), gestión y control interno, recursos propios y solvencia, y otras materias (transparencia con la clientela, deficiencias en la información a la CIR, etc.). Como es habitual, el riesgo de crédito fue el principal capítulo objeto de recomendaciones, con 108 requerimientos, un 56 % del total.

El 22 de mayo de 2010, el Banco de España acordó la sustitución de los administradores de CajaSur y la designación como administrador provisional del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), como consecuencia de los problemas de viabilidad que presentaba la entidad. Esta actuación se ha realizado bajo el nuevo marco establecido por el Real Decreto Ley 9/2009 y ha podido resolverse en solo 55 días mediante su adjudicación a través de un proceso competitivo a la Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK). Se trata de la única medida cautelar de «intervención» que ha sido necesario adoptar durante 2010. En este ejercicio concluyó también el proceso de resolución de la crisis de la Caja Castilla-La Mancha (CCM), iniciada en 2009, cuyos activos y pasivos se han integrado en Cajastur. A diferencia de la actuación en CajaSur, el tratamiento de la crisis de esta entidad se enfocó de forma tradicional, con la participación del Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro.

En relación con los modelos internos de los ocho grupos españoles de EC autorizados a utilizar métodos basados en calificaciones internas (métodos IRB) para el cálculo de los recursos propios por riesgo de crédito, han continuado los procesos de autorización de nuevas carteras de acuerdo con los planes de aplicación sucesiva presentados al Banco de España, incluyendo la aprobación de exposiciones en filiales en el extranjero en estrecha coordinación con los supervisores locales. Además, se ha reforzado el seguimiento de los modelos ya aprobados, especialmente en lo referente a las modificaciones que las entidades van introduciendo. Una pieza clave en el seguimiento de los modelos es la revisión del marco de control interno con el que cuentan las entidades para garantizar un mantenimiento y uso adecuados de los modelos aprobados. Con respecto a la validación de los modelos internos para el cálculo de los recursos propios por riesgo operacional, durante 2010 se ha realizado el seguimiento de las condiciones de aprobación y de los resultados del modelo de riesgo operacional aprobado para un grupo español.

El Banco de España ha continuado trabajando activamente en el ámbito de la cooperación supervisora internacional, a través de los «colegios de supervisores». Se han celebrado en el Banco las reuniones de los colegios de los dos grupos bancarios internacionales españoles, y el Banco ha participado, en calidad de supervisor de acogida, en seis reuniones de colegios de grupos bancarios con matriz extranjera.

Durante el año 2010 se firmaron cinco convenios de cooperación en relación con la supervisión de grupos europeos de entidades de crédito con filiales en España, previstos en el artículo 131 de la Directiva EC/48/2006 y un convenio de cooperación bilateral con un país de la UE (Rumanía). Además, se amplió a todos los países del área económica europea (Islandia, Noruega y Liechtenstein) el convenio de cooperación entre supervisores financieros, bancos centrales y ministerios de Economía de la UE para la estabilidad financiera transfronteriza, firmado en 2008.

5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

En 2010 se abrieron 7 expedientes a entidades supervisadas y 50 a sus administradores

Durante el año 2010 se abrieron un total de 7 expedientes a diferentes tipos de entidades. Entre las mismas, se encuentran una entidad de crédito —caja de ahorros—, un establecimiento de cambio de moneda y gestión de transferencias con el exterior, así como otras sociedades que ejercían sin la correspondiente autorización actividades reservadas a las entidades de crédito (en un caso) o actividades de compra y venta de moneda extranjera y gestión de transferencias con el exterior (en otros tres casos). Finalmente, se abrió un expediente sancionador a una fundación extranjera por incumplimiento del régimen de participaciones significativas y se amplió un expediente abierto en el año anterior para la imputación a un cargo de administración de un establecimiento de cambio de moneda.

Adicionalmente, con el fin de depurar las eventuales responsabilidades de los cargos de administración y dirección de entidades expedientadas, en el año 2010 se abrieron 50 procedimientos sancionadores a dichos cargos para su tramitación conjunta con los expedientes incoados a las correspondientes entidades.

Se resolvieron 7 expedientes sancionadores a entidades y 22 a cargos de administración o dirección, con 82 sanciones

En lo que concierne a la resolución de expedientes, durante el año 2010 se han resuelto un total de 7 expedientes a distintos tipos de entidades y 22 expedientes a miembros de sus órganos de administración y dirección.

Con relación a los expedientes abiertos a una caja de ahorros, a una sociedad de tasación y a un establecimiento de cambio de moneda extranjera y gestión de transferencias con el exterior, se impusieron:

- Por la comisión de infracciones muy graves, 4 sanciones a entidades y 38 sanciones a cargos de administración o dirección de las mismas.
- Por la comisión de infracciones graves, 6 sanciones a entidades y 28 a cargos de administración o dirección.
- Por la comisión de infracciones leves, 2 sanciones a entidades (jurídicamente no es posible sancionar por estas infracciones a cargos de administración o dirección).

Asimismo, se resolvieron expedientes dirigidos a otro tipo de personas jurídicas que realizaban determinadas actividades sin la preceptiva autorización. Así, la realización por una persona jurídica de la actividad de gestión de transferencias con el exterior sin haber obtenido la necesaria autorización del Banco de España, ni hallarse inscrita en los correspondientes registros, mereció la imposición de una sanción. También en otros 3 expedientes fueron sancionadas 3 personas jurídicas que ejercieron sin autorización actividades legalmente reservadas a entidades de crédito.

Una caja de ahorros fue sancionada por la comisión de 2 infracciones muy graves y 1 infracción grave

De los expedientes resueltos, destaca uno abierto a una caja de ahorros y a 20 cargos de administración o dirección de la misma. A resultas del mismo, se estableció que dicha entidad de crédito había cometido 3 infracciones, 2 de ellas calificadas como muy graves y la tercera como grave. En concreto, en relación con las infracciones muy graves imputadas en dicho expediente, se puso de manifiesto la existencia de deficiencias en su estructura organizativa, en sus mecanismos de control interno y en sus procedimientos administrativos y contables, apreciándose que tales deficiencias ponían en peligro la viabilidad y solvencia de la entidad, razón por la cual se impuso una sanción a la caja de ahorros y sanciones a 17 cargos de administración y dirección expedientados, por considerarles

responsables de dicha situación. Asimismo, quedó acreditado que la referida entidad permaneció durante al menos seis meses por debajo del 80 % de los requerimientos de recursos propios exigidos, por lo que se impuso a la entidad la correspondiente sanción, considerando responsables de la citada infracción a 16 de los 20 cargos de administración o dirección expedientados. Por último, se estimó que la caja de ahorros había cometido una infracción grave por el incumplimiento de las normas vigentes en materia de límites de riesgos, y se impuso por ello una sanción a la entidad. Un total de 16 de sus cargos de administración o dirección fueron igualmente considerados responsables de esta conducta, y se les aplicó la correspondiente sanción.

Al margen del expediente anteriormente descrito, se resolvieron expedientes sancionadores abiertos a una sociedad de tasación y a un establecimiento de cambio de moneda y de gestión de transferencias con el exterior y a sus correspondientes cargos de administración o dirección. Este tipo de entidades supervisadas por el Banco de España debe cumplir la normativa sectorial que les resulta de aplicación, porque se estima que, por la actividad que desarrollan y por la incidencia que esta tiene en el sector financiero, es necesario garantizar su correcto funcionamiento.

Una sociedad de tasación cometió 1 infracción muy grave, 1 infracción grave y 1 infracción leve

Las sociedades de tasación emiten informes y certificados que pueden utilizarse en el mercado hipotecario y que determinan el valor de los bienes que sirven de garantía a las entidades de crédito. Por ello, por una parte, su actividad de valoración ha de ser veraz y contrastada, respetando los criterios establecidos en la normativa, y, por otra parte, deben tener una organización administrativa, técnica o de personal que garantice su control interno.

Así, dada la importancia de tal actividad, en el expediente resuelto respecto de una sociedad de tasación y sus cargos de administración se impusieron 4 sanciones por infracciones muy graves (1 a la entidad y las otras 3 a cada uno de sus cargos de administración o dirección), al quedar acreditada la falta de veracidad y concordancia en el contenido de las tasaciones y, en particular, la falta de concordancia con los datos y pruebas obtenidos en la actividad de valoración efectuada. Asimismo, se impusieron 4 sanciones por infracciones graves (1 a la entidad y las otras 3 a cada uno de sus cargos de administración o dirección) por deficiencias en la organización administrativa, técnica o de personal en los procedimientos de control interno que garanticen la correcta elaboración de tasaciones. Y, por último, se impuso una sanción por la comisión de una infracción leve, por el incumplimiento de la normativa aplicable sobre el seguro de responsabilidad civil.

Un establecimiento de cambio de moneda y gestión de transferencias con el exterior cometió 1 infracción muy grave, 3 infracciones graves y 1 infracción leve

Por lo que concierne a los establecimientos de cambio de moneda y gestión de transferencias con el exterior, es primordial que su contabilidad refleje la imagen fiel del establecimiento y, a su vez, que el nivel de capitalización del mismo esté por encima del mínimo requerido.

En el expediente resuelto a un establecimiento de cambio de moneda quedó acreditado que este cometió una infracción muy grave consistente en la llevanza de la contabilidad con irregularidades esenciales que impidieron conocer la situación patrimonial de la entidad, por la que se sancionó tanto al establecimiento como a los dos administradores. Asimismo, se imputaron al establecimiento 3 infracciones de carácter grave por el incumplimiento de distintas obligaciones. En concreto, la de contar con un nivel de capitalización mínimo, la de proporcionar la debida información a la autoridad supervisora y, finalmente, la de realizar únicamente las operaciones para las que había sido autorizado, resultando la imposición de 3 sanciones. De estas infracciones se consideraron igualmente responsables los administradores del establecimiento, imponiéndose un total de 3 sanciones a cada

uno de ellos. Finalmente, se impuso una sanción por infracción leve al establecimiento por incumplimiento de las normas reguladoras del registro de las operaciones.

Se sancionó a 4 personas jurídicas por realizar actividades sin la correspondiente autorización

Una persona jurídica fue sancionada por efectuar con el público, con carácter profesional, la actividad de gestión de transferencias con el exterior sin haber obtenido la preceptiva autorización del Banco de España ni figurar inscrita en los registros correspondientes.

Asimismo, se sancionó a 3 personas jurídicas por la realización de actividades de captación de fondos reembolsables del público, reservadas a las entidades de crédito, sin haber obtenido la correspondiente autorización para ello. Se les requirió, además, para el cese inmediato en la realización de tales actividades.

La mayor parte de las sanciones impuestas han sido de carácter pecuniario, con un total de 13 multas de diversa cuantía impuestas a entidades y 66 a cargos de administración o dirección. Asimismo, en un expediente se estimó adecuado imponer a la entidad 3 sanciones de amonestación pública (con publicación en el *Boletín Oficial del Estado*). En este mismo expediente, habida cuenta la especial responsabilidad de 2 cargos de administración o dirección sobre los hechos imputados, se acordó igualmente la imposición a cada uno de ellos de 2 sanciones de inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier entidad de crédito o del sector financiero.

Junto a lo anterior, cabe señalar que en 2010 se resolvió un expediente a una entidad de crédito por incumplimiento del coeficiente de reservas mínimas. Este tipo de expedientes son incoados y resueltos por el Banco Central Europeo, correspondiendo su tramitación al Banco de España.

5.3 ACTIVIDAD REGULATORIA Y CAMBIOS NORMATIVOS

De las nueve circulares publicadas, destacan la dedicada a la solvencia de las entidades de crédito y la que modificó las coberturas del riesgo de crédito

En el desarrollo y aplicación de la normativa de ordenación y disciplina de las entidades sujetas a su supervisión, 2010 ha sido un año intenso. De las nueve circulares publicadas, cabe destacar la dedicada a la solvencia de las entidades de crédito, que incorpora diversas normas de la Unión Europea dirigidas a promover la mejora en la gestión de riesgos —en especial, los relacionados con la liquidez—, a través de una guía incorporada a la propia circular como anejo. Igualmente importantes han sido los cambios de carácter contable, entre los que destacan: los introducidos en el tratamiento de los estados financieros consolidados y de las combinaciones de negocio; la delimitación del registro contable especial de los créditos y préstamos que sirven de cobertura a la emisión de títulos hipotecarios, y, muy especialmente, las mejoras introducidas en el análisis y las coberturas del riesgo de crédito y de las pérdidas por deterioro en activos adjudicados.

También merece especial mención el establecimiento de los principios generales que debe cumplir la publicidad de las entidades de crédito, al ser sustituido el anterior régimen de autorización previa por uno más homogéneo con el de las restantes entidades financieras. Entre las otras circulares, debe citarse la que completa la Ley y el Real Decreto que regulan el régimen de las participaciones significativas en las entidades de crédito, armonizando su tratamiento, tanto a nivel europeo como a nivel sectorial, con el de las entidades aseguradoras y de inversión.

Este desarrollo de la normativa se ha compaginado con una activa participación en la elaboración de normas de diferente rango en materias bancarias y financieras, que, en última instancia, se ha materializado en la emisión de los correspondientes informes, tanto externos como internos. Con ese mismo objeto, se ha participado también en diversos comités y grupos de trabajo internacionales dedicados a la regulación bancaria, que tenían por

objeto, especialmente, cuestiones de solvencia, contabilidad, gestión de las entidades financieras (gobierno corporativo y autogobierno) y transparencia en las operaciones.

Como una prolongación de esta función regulatoria, también se ha llevado a cabo una labor de interpretación y aplicación de la normativa que rige la actividad de las entidades, en particular de la normativa de solvencia y contable, mediante la resolución de múltiples consultas planteadas por las entidades, por otros departamentos del Banco o por otros organismos reguladores; igualmente, se ha facilitado asesoramiento técnico interno y externo en materia regulatoria (mediante la participación en diversos grupos de trabajo, la organización de seminarios, etc.). También cabe citar en este ámbito el control y verificación de las emisiones de instrumentos financieros computables como recursos propios de las entidades de crédito, que durante 2010 supusieron la tramitación de 81 expedientes.

En cuanto al ejercicio de las competencias sobre transparencia y protección de la clientela bancaria, se tramitaron casi 3.700 expedientes hasta la eliminación en junio del régimen de autorización previa a su difusión de aquellos proyectos publicitarios en los que se hacía referencia al coste o rentabilidad de los productos ofertados. Por otra parte, fueron 833 los expedientes relacionados con la verificación y registro de los folletos que recogen las tarifas de comisiones (precios de los servicios bancarios). Además, el Portal del Cliente Bancario, instrumento de orientación ubicado en el sitio web del Banco de España, tuvo en 2010 un total de 2.329.523 páginas visitadas y atendió casi 5.100 consultas, de las que 2.500 fueron respondidas por escrito.

Finalmente, no debe olvidarse la participación del Banco en los expedientes de creación de entidades supervisadas o de modificación de sus estatutos, donde asesora al ministro de Economía y Hacienda con sus informes preceptivos, ni la gestión de diversos registros, tanto públicos, como es el caso de los de las entidades supervisadas y sus agentes, como reservados, entre los que destaca el de los altos cargos de aquellas entidades.

5.3.1 Cambios normativos

Durante el año 2010 han tenido lugar diversos cambios normativos, entre los que cabe destacar:

La reforma del régimen jurídico de las cajas facilita su acceso al capital y nuevas formas de ejercicio de su actividad financiera

- 1 Los que tienen por finalidad la mejora del régimen jurídico de las entidades de crédito. Es el caso de:
 - *Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros.* Este Real Decreto Ley tiene como objetivos fundamentales facilitar el acceso de las cajas de ahorros a recursos básicos de capital, promover la profesionalización de los órganos de gobierno de dichas entidades y posibilitar nuevas formas de ejercicio de su actividad financiera.
- 2 Los que pretenden reforzar la solvencia de las entidades de crédito y promover la materialización de procesos de reestructuración. Entre estas normas se encuentran:
 - *Real Decreto Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo.* Este Real Decreto Ley aclara el régimen aplicable a los sistemas institucionales de protección (SIP) entre entidades de crédito, agiliza el proceso de reestructuración ordenada del sector a través del FROB, y facilita la operativa de los fondos de titulización.

Se ha modificado la regulación aplicable a los servicios de pago y la publicidad bancaria

- *Real Decreto 628/2010, de 14 de mayo, por el que se modifican el RD 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantías de depósitos en entidades de crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de inversores.* Este Real Decreto completa la transposición de la normativa europea sobre sistemas de garantías de depósitos, modificada en 2009.
- 3 Los que inciden en el marco operativo en el que las entidades de crédito y otros intermediarios financieros desarrollan su actividad. Entre estas normas se encuentran:
- *Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago.* Esta Orden completa la transposición de la normativa europea sobre servicios de pago que, en materia de transparencia, quedan sujetos de manera exclusiva a lo dispuesto en la propia Orden. Adicionalmente, deroga las disposiciones hasta entonces existentes sobre normas de valoración de las operaciones bancarias.
 - *Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios.* Esta Orden sustituye el régimen vigente hasta entonces de autorización previa de la publicidad de las entidades de crédito por un doble sistema de control basado en la elaboración de principios y criterios generales y en la exigencia de mecanismos de control interno apropiados. La actividad publicitaria de las entidades de pago se sujeta a un régimen similar.
 - *Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio, por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.* Esta Orden otorga a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la competencia sobre contratos-tipo y verificación y registro de las tarifas de comisiones por operaciones y servicios realizados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, hasta entonces correspondientes al Banco de España, al tiempo que modifica los procedimientos de verificación y registro de las tarifas correspondientes a los servicios de inversión, prestados tanto por empresas de servicios de inversión como por entidades de crédito.
- 4 El último grupo lo constituirían aquellas normas dedicadas a otras entidades financieras distintas de las entidades de crédito, sujetas a la supervisión del Banco de España. Es el caso de:
- *Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo, de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago.* Este Real Decreto desarrolla el régimen jurídico de las entidades de pago de forma similar al de otras entidades financieras, tomando en consideración las especificidades y limitaciones operativas de aquellas entidades.

Estos cambios se completan con el ya reseñado desarrollo de la normativa de ordenación y disciplina de las entidades de crédito, materializado por las siguientes circulares del Banco de España:

- *Circular 1/2010, de 27 de enero, sobre estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras.*
- *Circulares 2/2010, de 27 de enero, 3/2010, de 29 de junio y 8/2010, de 30 de noviembre, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.*
- *Circular 4/2010, de 30 de julio, sobre agentes de las entidades de crédito y acuerdos celebrados para la prestación habitual de servicios financieros.*
- *Circular 5/2010, de 28 de septiembre, sobre información que debe remitir el adquirente potencial de una participación significativa en una entidad de crédito.*
- *Circular 6/2010, de 28 de septiembre, sobre publicidad de los servicios y productos bancarios.*
- *Circular 7/2010, de 30 de noviembre, sobre desarrollo de determinados aspectos del mercado hipotecario.*
- *Circular 9/2010, de 22 de diciembre, de modificación de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.*

Finalmente, entre las novedades normativas producidas en el marco regulatorio comunitario, cabría destacar, a los efectos que aquí nos ocupan, tan solo la siguiente:

- *Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las reutilizaciones y a la supervisión de las políticas de remuneración.* Esta Directiva, además de introducir ciertas mejoras en la gestión de los riesgos derivados de la operativa con determinados instrumentos financieros, trata de hacer compatible la estructura de remuneración de las entidades de crédito con una más adecuada gestión de sus riesgos.

5.4 INFORMACIÓN FINANCIERA Y PRUDENCIAL

5.4.1 Requerimientos de información prudencial

La entrada en vigor de la *Circular 3/2010, de 29 de julio*, por la que se modificaron los criterios a aplicar por las entidades de crédito en la cobertura del riesgo de crédito y de los activos adjudicados, conllevó la actualización de los formatos de los estados reservados a rendir con dicha información, así como de las indicaciones y correlaciones para su elaboración.

La Circular supuso, además, que la información de las sociedades de garantía recíproca quedara desactualizada, toda vez que la normativa de las entidades de crédito en esta materia es aplicable a estos auxiliares financieros. En tanto el Ministerio de Economía y Hacienda actualiza la Orden ministerial sobre presentación de información contable por parte de las sociedades de garantía recíproca, se ha solicitado a estas sociedades la remisión, de manera voluntaria, de la información actualizada conforme a los nuevos criterios.

Asimismo, durante 2010, el Banco de España mantuvo una participación muy activa en el seno del CEBS, actualmente sustituido por la Autoridad Bancaria Europea, en la revisión

de los estados contables con información prudencial (FINREP) y los estados de solvencia (COREP) con objeto de elaborar unos modelos comunes para su utilización en la Unión Europea desde 2013.

5.4.2 Recepción de datos financieros en XBRL

Como consecuencia de la publicación de las circulares del Banco de España 1/2010 y 2/2010 fue necesario modificar, desde los datos correspondientes a 30 de junio de 2010, los estados que rinden las entidades de crédito para cumplir con los requerimientos de información estadística del Banco Central Europeo: tipos de interés e información sobre balance de las IFM. Esta circunstancia se aprovechó para establecer como obligatorio el uso del lenguaje XBRL para el envío de esta información al Banco de España, continuando de esta forma con la política de implantación de dicho estándar como sistema de recepción y validación de toda la información financiera de las entidades supervisadas por el Banco.

Como paso previo para la elaboración de la taxonomía XBRL de la información estadística, se construyó un modelo de datos multidimensional, compatible con la taxonomía del BCE, que servirá como referencia para la elaboración de las taxonomías que se desarrollen en el futuro.

5.4.3 Documentación electrónica

Todos los estados financieros se han incorporado en 2010 al sistema telemático establecido para el envío de documentación financiera, eliminándose prácticamente en su totalidad la recepción de este tipo de información en papel.

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. Esta información es utilizada por dichas entidades para la concesión y seguimiento de sus riesgos. También la emplea el Banco de España, junto con la relativa a los estados financieros y de recursos propios de las entidades declarantes, para la supervisión prudencial y demás funciones que tiene encomendadas legalmente, manteniendo la confidencialidad de los datos individuales.

El número de riesgos declarados a la CIR descendió un 2,8 %

Durante 2010 ha descendido el número de riesgos declarados a la CIR, que han pasado de 32,9 millones a finales de 2009 a 32 millones a finales de 2010 (un descenso del 2,8 %), aunque se ha mantenido el importe acumulado de estos en los 3,8 billones de euros de diciembre de 2009. Por lo que respecta al número de titulares distintos declarados en la CIR, ha descendido de los 17,4 millones de finales de 2009 a los 17,1 millones de finales de 2010 (variación del 1,7 %).

En su función de facilitar informes a las entidades declarantes, la CIR remitió en 2010 un total de 290,3 millones de informes automáticos, frente a los 297,2 millones del año anterior, lo que supone el segundo descenso anual consecutivo, en este caso del 2,3 %. También han disminuido por segundo año las peticiones de informes para nuevas operaciones, pasando de 5,2 millones en 2009 a 4,6 millones en 2010 (un descenso del 11,54 %), lo que refleja la menor actividad de concesión de crédito en el sistema.

Los titulares ya pueden solicitar sus informes de riesgos o presentar reclamaciones a la CIR por Internet

Por su parte, las peticiones de informes realizadas por los titulares de riesgos pasaron de 110.741 en 2009 a 117.154 en 2010. El crecimiento ha sido especialmente significativo por la nueva facilidad ofrecida por la CIR desde abril para obtener los informes vía Internet, mediante la utilización de la firma digital (la emitida por la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre para personas físicas y jurídicas y el DNI electrónico). Esta vía informática ha sido

empleada de forma intensiva, pues desde el 15 de abril hasta el 31 de diciembre de 2010 se solicitaron 25.452 informes por este procedimiento.

El número de reclamaciones realizadas por los titulares a la CIR, en ejercicio del derecho de rectificación, ascendió a 568 en 2010, frente a las 508 formuladas en 2009 (un 11,8 % más). Desde el 1 de diciembre de 2010, también es posible presentar las reclamaciones telemáticamente. Se registraron 19 por este medio en el mes de diciembre.

Por lo que se refiere al intercambio de datos con las centrales de riesgos gestionadas por otros seis bancos centrales de Estados miembros de la Unión Europea (Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Italia y Portugal), para la última fecha disponible, septiembre de 2010, la CIR recibió datos sobre los riesgos que 4.045 titulares jurídicos españoles (un 3,3 % más que en idéntico período del año anterior) tenían registrados en las otras centrales de riesgos, por un importe de 230.770 millones de euros (un 1 % menos). Por su parte, la CIR envió a dichas Centrales la información de 1.662 personas jurídicas residentes en los otros seis países (un 9,2 % menos), por un importe total de 40.097 millones de euros (un 12 % menos).

6 Funciones operativas

6.1 LA POLÍTICA MONETARIA Y LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

La crisis de la deuda soberana obligó a retrasar el abandono gradual de las medidas excepcionales

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 la inmovilización de los activos entregados como garantía por las entidades de crédito de su demarcación.

El proceso de abandono gradual de las medidas excepcionales adoptadas para hacer frente a la crisis financiera durante el pasado 2010 se vio significativamente retrasado por la crisis en los mercados de deuda soberana, cuyos momentos más delicados se registraron en los meses de mayo y noviembre. A raíz de los problemas observados en mayo, el Eurosistema puso en marcha un programa de compra de valores (*Securities Markets Programme*), que se vino a añadir temporalmente al programa de compra de bonos garantizados (*Covered Bonds Purchase Programme*) iniciado en julio de 2009 y que terminó el 1 de julio de 2010. Al concluir el año 2010, el Eurosistema mantenía en el conjunto de ambos programas una cartera de 135 mm de euros, de los que 13 mm eran gestionados por el Banco de España.

Al igual que en 2009, durante 2010 la financiación concedida por el Eurosistema mediante sus operaciones de política monetaria se situó por encima de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito, por lo que el exceso de liquidez se colocó en la facilidad de depósito. No obstante, el perfil observado a lo largo de 2010 muestra una notable normalización en la estructura de las operaciones del Eurosistema: han aumentado los volúmenes en las operaciones principales de financiación, se han reducido los correspondientes a las operaciones de financiación a plazo más largo —en especial, debido al vencimiento en junio de la operación a un año— y, finalmente, ha descendido sustancialmente el recurso a la facilidad de depósito.

En términos medios, las necesidades de liquidez en el conjunto del área del euro y en España evolucionaron de forma muy pareja, con caídas del 6,5 % y del 6,8 %, respectivamente. Las entidades españolas mantuvieron su actuación de los dos años anteriores, consistente en una mayor apelación a la financiación del Eurosistema y una posición neta de entrega de fondos al resto del sistema bancario europeo. Así, las entidades españolas obtuvieron financiación neta en el Eurosistema por un total de 96 mm de euros, lo que representa un aumento del 30 % respecto a 2009. Sin embargo, esta variación se vio más que compensada por el incremento en la entrega de fondos vía TARGET al resto del sistema europeo, cifrada en 61 mm de euros.

El promedio de financiación bruta del Eurosistema obtenida por las entidades españolas representó un 15 % del total

Nuevamente en promedio de 2010, la financiación bruta obtenida por las entidades españolas en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema representó un 15 % del total, cifra que supone un aumento significativo desde el 11,4 % observado en 2009. No obstante, esta evolución en el porcentaje de participación se ha corregido parcialmente en el cuarto trimestre del año, de forma que en diciembre de 2010 se situaba en el 13,2 %.

Adicionalmente a las carteras del Eurosistema mencionadas anteriormente, el Banco de España posee una cartera de bonos de renta fija en euros cuyo saldo medio alcanzó en 2010 un importe de 80 mm de euros. Las tenencias de activos en moneda extranjera se situaron en media en 13 mm de dólares. En total, a 31 de diciembre de 2010, los activos en euros, divisas y oro alcanzaban los 96 mm de euros.

Por otro lado, a lo largo del año 2010, el Banco de España ha continuado realizando las operaciones de 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 DE LOS SISTEMAS DE PAGO

TARGET2-Banco de España tuvo una disponibilidad del 100 %

El sistema español de grandes pagos, TARGET2-Banco de España (componente español de TARGET2) ha funcionado de manera sólida y estable durante 2010, alcanzando una disponibilidad del 100 %. A lo largo del año, el sistema ha procesado más de 7,5 millones de operaciones, lo que supone un estancamiento respecto al año 2009, 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 una disminución del 5 % con respecto a las cifras registradas el año anterior.

En el ámbito de los pagos al por menor, a través del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), cuya gestión corresponde a Iberpay, sociedad propiedad de los participantes en el sistema, se han procesado en torno a 1.590 millones de operaciones, por un importe total cercano a los 1,7 billones de euros. El total de operaciones procesadas por el SNCE se incrementó un 2,8 % en términos anuales, cifra similar a la registrada el año anterior. Los importes procesados apenas han registrado variaciones en 2010, frenándose el fuerte ritmo de descenso interanual experimentado el año anterior.

Se ha producido un significativo aumento de las transferencias SEPA emitidas en España

Por lo que se refiere a la adaptación del sistema español de pagos minoristas a la SEPA (Zona Única de Pagos en Euros), cabe destacar que la entrada en vigor de la *Ley 16/2009, de Servicios de Pago*, junto con la incorporación de un conjunto de mejoras en el diseño y procesamiento de los instrumentos de pago SEPA, ha contribuido al más que significativo crecimiento del volumen de transferencias emitidas en España conforme a los estándares SEPA. El número de operaciones SEPA procesadas se ha visto multiplicado por cuatro durante 2010 (65,7 millones de transferencias, frente a los 16,8 millones procesados en 2009), lo que ha supuesto que el porcentaje de migración alcanzara en noviembre de 2010 su nivel más alto, situándose en torno al 22 %. Esta cifra sigue siendo muy superior a la media observada para el conjunto de Europa.

Sin embargo, en el caso de los adeudos directos SEPA la situación es diferente. Aun cuando la práctica totalidad de las entidades españolas están en disposición de ofrecer este nuevo instrumento paneuropeo desde el mes de noviembre de 2010, su uso es todavía muy limitado.

El 70 % de las tarjetas bancarias incorporan ya el nuevo chip

Respecto a la adaptación de las tarjetas bancarias de pago a la SEPA, cabe destacar que durante el año 2010 se ha completado prácticamente la implantación del estándar internacional EMV en cajeros y terminales de punto de venta (100 % y 94 %, respectivamente). La

migración del parque de tarjetas a esta nueva tecnología, basada en la incorporación de un chip en las tarjetas, se situó en torno al 70 % del número total de tarjetas en circulación.

El Banco de España ha continuado representando ante la cámara STEP2, gestionada por EBA *Clearing*, a las entidades partícipes de Iberpay que así lo han solicitado. De esta forma, se facilita a dichas entidades el intercambio de transferencias SEPA con cualquier entidad de la zona única de pagos. La liquidación de las operaciones de transferencia procesadas a través de esta «pasarela de pagos» (Iberpay-Banco de España-STEP2) se realiza en las cuentas que las entidades representadas mantienen en TARGET2-Banco de España. En julio de 2010 entró en funcionamiento un nuevo servicio de «pasarela de pagos» para las operaciones de adeudos directos SEPA.

6.2.1 La vigilancia de los sistemas de pago

Durante 2010, 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. Se publicó la quinta edición de la *Memoria anual sobre la vigilancia de sistemas de pago*² para informar sobre los acontecimientos más destacados en los sistemas de pago nacionales, así como de las actividades de vigilancia realizadas sobre los mismos.

Los principales sistemas de pago sujetos a vigilancia son TARGET2 y el SNCE. Las labores de vigilancia de TARGET2 se realizan de forma conjunta con el resto de bancos centrales del Eurosistema y bajo la coordinación del BCE, mientras que la vigilancia del SNCE es realizada por el Banco de España de acuerdo con los criterios y políticas comunes definidos para todo el Eurosistema. En 2010, el Banco comenzó un ejercicio de evaluación del grado de cumplimiento de los principios básicos de vigilancia aplicables al SNCE. Esta evaluación finalizará en 2011 y se prevé que los resultados generales de la misma se incluyan en la *Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago*.

6.3 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

En el año 2010, dentro del marco de los acuerdos del Eurosistema para la fabricación de billetes en euros, el Banco de España fue responsable de la fabricación de un total de 844 millones de billetes de las denominaciones de 50 y 5 euros (50 y 20 euros, el año anterior). La fabricación de esos billetes se realizó siguiendo los estándares de calidad y seguridad establecidos por el Consejo de Gobierno del BCE. De la cantidad total, una parte sirvió para atender las necesidades internas del país y el resto se envió a otros bancos centrales del Eurosistema, según los acuerdos y calendarios de distribución fijados. Por su parte, el Banco de España recibió remesas de billetes de las denominaciones que fabricaron otros miembros del Eurosistema.

Las entidades de crédito ingresaron en el Banco 3.200 millones de billetes en 2010, cifra que supera en un 11 % a la del ejercicio anterior. Por su parte, el Banco de España entregó a las entidades de crédito 3.007 millones de billetes, un 10,4 % más que en 2009. Como en años anteriores, el volumen de ingresos fue superior al de retiradas, lo que dio lugar a una emisión neta negativa, localizada en las denominaciones de 5, 10 y 20 euros. En cualquier caso, estas cifras no implican una reducción del número de billetes en circulación, dadas las importantes entradas de billetes en España introducidos por visitantes de otros países europeos.

En el ámbito de la custodia y distribución de billetes, el Banco de España continuó trabajando en la mejora de un sistema que permita una distribución ágil y flexible de los billetes y monedas que garantice su disponibilidad en cualquier punto del país, en las cantidades y características que se demanden, a un coste lo más reducido posible. La colaboración

² Disponible en la sección «Publicaciones» del sitio web del Banco de España, www.bde.es.

estrecha con la industria bancaria permite la gestión eficaz y segura de actividades logísticas muy singulares.

Uno de los cometidos del Banco de España es velar por la calidad del efectivo en circulación en la doble vertiente de retirada de las falsificaciones y de mantenimiento de unos billetes de alta calidad. En este ámbito, el Banco realiza una tarea diaria de revisión y control de las falsificaciones que aparecen en el mercado en colaboración con las autoridades policiales y judiciales del país y de los otros bancos centrales emisores del euro y el BCE. Esta coordinación ha permitido alcanzar importantes éxitos en la lucha contra la falsificación, identificando y reteniendo varias remesas de billetes falsos antes de que se pusieran en circulación. En lo que se refiere a la calidad y estado de uso del billete en circulación, el Banco continúa su tarea de análisis y revisión de los billetes que diariamente se retiran de la circulación, destruyendo los que se encuentran en mal estado y replazándolos por billetes nuevos o usados pero de elevado nivel de calidad. Más de 3.900 millones de billetes se revisaron y clasificaron en las instalaciones del Banco de España durante todo el ejercicio.

Al cierre de 2010, el 100 % de los billetes expedidos en cajeros habían sido sometidos a controles de autenticidad y calidad

El 31 de diciembre de 2010 finalizó el período de adaptación para el cumplimiento en nuestro país de las normas establecidas por el Eurosistema en el *Marco europeo para la recirculación de billetes de euro* (Decisión del BCE de 16 de septiembre de 2010), que afecta a todos los profesionales del efectivo y establece normas muy estrictas para un riguroso seguimiento de la autenticidad de los billetes en euros en circulación y los niveles de calidad y estado de uso. Por ello, al cierre de 2010, la totalidad de los billetes expedidos por los cajeros automáticos españoles habían sido sometidos a un control previo de legitimidad y clasificación por estado de uso, según las normas establecidas, mediante máquinas homologadas por el Banco, o bien procedían directamente del Banco de España. Además, todos los billetes recirculados por las ventanillas bancarias habían sido tratados manualmente por profesionales especializados o con máquinas que han superado las pruebas acordadas por el Eurosistema. El procedimiento supone una importante garantía para los ciudadanos europeos sobre la autenticidad de los billetes en euros en circulación y es un instrumento de primer orden para preservar y mantener la confianza de los ciudadanos en el billete en euros.

El Banco de España tiene, asimismo, la función, por encargo del Tesoro Público, de poner en circulación la moneda metálica. En 2010 se pusieron en circulación 1.022 millones de monedas y se retiraron 245 millones de piezas, con lo que la emisión neta creció en 777 millones de monedas, hasta alcanzar los 15.645 millones de unidades al final del año. También en este terreno, de manera equivalente a lo sucedido con el billete, se han adoptado disposiciones legales importantes que reforzarán los sistemas de control y revisión para garantizar la autenticidad y calidad de las monedas en circulación.

6.4 LAS OPERACIONES DEL FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

De acuerdo con su normativa reguladora del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), el Banco de España ha continuado llevando a cabo su instrumentación, actuando como su agente y banco depositario a través del Servicio de Apoyo a los Planes Especiales del Tesoro. Esta tarea incluye la gestión de los flujos de tesorería que generan los valores integrados en su cartera y la práctica de los ajustes por valoración de los activos que se originan como consecuencia de la variación de los precios, así como la llevanza de la contabilidad de las operaciones y la formulación de sus cuentas anuales e informes periódicos.

Durante 2010 se ha producido el vencimiento de las operaciones de compraventa temporal contratadas como consecuencia de la primera subasta de adquisición de activos y el consiguiente ingreso de su importe al Tesoro Público.

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 Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Las principales estadísticas que elabora el Banco de España, en el marco de la Ley de Autonomía, 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. Todas estas estadísticas se difunden en el *Boletín Estadístico*, en publicaciones monográficas y en el sitio web del Banco de España.

La elaboración y difusión de las estadísticas mencionadas no define totalmente la función del Banco de España en esta materia, porque, además, el Banco utiliza las estadísticas producidas por el resto de las agencias y supervisores nacionales (INE, IGAE, ministerios, CNMV, DGSFP, etc.) y por los organismos internacionales como fuente de otro grupo de trabajos estadísticos que pone a disposición de los analistas del propio Banco y del público en general. 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, FMI, BPI, OCDE, etc.), y con el mantenimiento de bases de datos que posibilitan el estudio de la evolución de las variables recopiladas.

7.1 PRINCIPALES NOVEDADES DURANTE 2010

Durante 2010 se ha llevado a cabo la actualización y difusión de las estadísticas y las correspondientes notas metodológicas y de novedades, de acuerdo con el calendario que se mantiene actualizado en el sitio web del Banco de España. Además, se han acometido otros trabajos, de entre los que se destacan a continuación los más relevantes.

7.1.1 Estadísticas monetarias y financieras

Se han iniciado la recopilación y el envío al BCE de sus nuevos requerimientos estadísticos relativos a la información de los estados financieros, a las operaciones de titulización y a los tipos de interés aplicados a la clientela de las entidades de crédito, lo que se ha plasmado en las *circulares 1/2010* y *2/2010*, ambas de 27 de enero. De forma complementaria, también de acuerdo con las directrices del BCE, se han comenzado a recopilar nuevas estadísticas de fondos de titulización. Además, se han iniciado los trabajos, en el marco del SEBC, para disponer de información detallada valor a valor sobre los activos financieros materializados en valores negociables en poder de los sectores residentes y se ha iniciado la difusión en el sitio web del Banco de España de las series temporales relativas a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios.

7.2 ESTADÍSTICAS DE BALANZA DE PAGOS Y DE LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

Durante el año 2010 se ha continuado trabajando en la adaptación del sistema de información sobre transacciones económicas con el exterior al *Reglamento 924/2009, sobre pagos transfronterizos*, así como al sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*, que ha finalizado y publicado el FMI en 2009. En este sentido, se han definido los requerimientos de información en el seno del BCE y Eurostat. Asimismo,

se ha puesto en funcionamiento un procedimiento europeo de intercambio de información sobre datos de inversión europea entre los países europeos que constituye la primera experiencia práctica en el ámbito de intercambio sistemático y regular de información de operaciones transfronterizas concretas.

7.3 SITUACIÓN PATRIMONIAL Y RESULTADOS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS SEGÚN LA CENTRAL DE BALANCES

En 2010 terminaron los trabajos de adaptación de los diferentes productos que elabora la Central de Balances a la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-2009). Esta nueva clasificación se incorporó en los datos que se aportan a la base de datos europea BACH (*Bank for the Account of Companies Harmonized*), a la que también se facilitó, por primera vez, la información sobre las pequeñas empresas que depositan sus datos en los Registros Mercantiles, lo que ha supuesto un notable aumento en la cobertura española. Por último, en la línea emprendida en años anteriores para incrementar la difusión de sus productos y facilitar el acceso electrónico a las empresas y a los usuarios, en 2010 se pasó a difundir en Internet todas las publicaciones.

7.4 TRABAJOS RELACIONADOS CON LA RECOGIDA, GESTIÓN Y DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN ESTADÍSTICA

Además de las mejoras en la infraestructura de recopilación, intercambio y acceso a la información estadística, que en parte están relacionadas con los trabajos mencionados en los apartados anteriores, en este ámbito se han continuado los trabajos para facilitar los procedimientos de recogida de información por medios electrónicos, con la puesta en funcionamiento de una nueva aplicación de Internet para recibir información de empresas y particulares y con la inclusión en la *Oficina Virtual del Banco de España* de dichos procedimientos.

8 Servicio de Reclamaciones

El reto más destacado durante el ejercicio 2010 para el Servicio de Reclamaciones ha sido la necesidad de asumir el drástico incremento del volumen de reclamaciones registrado durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores.

Esta circunstancia ha obligado a implantar nuevas metodologías de trabajo y de organización de su labor, con el objeto de intentar maximizar los recursos que tiene asignados, potenciando la eficiencia.

Continuó el crecimiento de la actividad del Servicio de Reclamaciones, pero de forma más suave

Los datos correspondientes a la actividad del Servicio durante 2010 permiten apreciar que dicho crecimiento ha continuado, si bien de una forma más suave que durante los ejercicios anteriores (la correspondiente *Memoria del Servicio de Reclamaciones* ofrecerá información más detallada). Así, durante 2010 el número de reclamaciones escritas recibidas se ha incrementado aproximadamente en un 7 % respecto a las recibidas en el ejercicio anterior. Asimismo, el número de reclamaciones resueltas se ha incrementado respecto a 2009 en torno a un 11 %.

El total de los informes firmados en 2010 ha sido de 4.865, lo que ha supuesto un incremento del 4 % respecto a los firmados en 2009.

En lo que se refiere a la actividad consultiva del Servicio, esta se ha visto minorada respecto a 2009, habiéndose presentado 3.394 consultas telemáticas, 1.443 menos que durante el ejercicio anterior.

En el ámbito de la proyección exterior del Servicio en el entorno europeo, destaca la participación en las dos reuniones anuales de FINNET, Red Europea de Resolución Extrajudicial de Conflictos Transfronterizos, de la que España es miembro fundador.

Asimismo, el Servicio de Reclamaciones ha participado activamente en las conferencias y seminarios impartidos a trabajadores de las Oficinas Municipales de Consumo en el

marco del *Plan de Educación Financiera 2008-2012* (véase epígrafe 9.2.2), desarrollado de manera conjunta por el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (se han incorporado, además, otras instituciones, como la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, el Ministerio de Educación o el Instituto Nacional de Consumo, entre otros).

9 Comunicación externa

En su calidad de organismo público, el Banco de España tiene el deber de rendir cuentas de sus actuaciones ante la opinión pública, aunque, en su caso, esta obligación ha de encontrar un punto de equilibrio con la necesidad de confidencialidad, elemento fundamental para el desempeño de su función como supervisor del sistema financiero. 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. La necesidad de fortalecer la confianza en el sistema financiero ha cobrado especial relevancia en el contexto de la actual crisis financiera, por lo que la transparencia sobre la situación del sistema bancario ha sido una pauta constante en todas las actividades de comunicación emprendidas por el Banco en el ejercicio 2010.

9.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

La crisis y la reestructuración del sistema financiero han focalizado las relaciones con los medios de comunicación

Durante 2010, la crisis financiera internacional y la reestructuración del sistema financiero español han centrado las relaciones del Banco con los medios de comunicación. Así, la mayor parte de las intervenciones públicas de los directivos del Banco en este período han tratado sobre las perspectivas económicas y la reforma del sistema bancario. Los retos a los que se enfrenta el sistema financiero han motivado también gran parte de las demandas de información recibidas y han estado presentes en muchas de las publicaciones del Banco.

Además de los encuentros informativos habituales para difundir el trabajo de los distintos departamentos del Banco, cabe destacar la cobertura mediática de los resultados de las pruebas de resistencia realizadas a las entidades de crédito o de la información sobre el proceso de reestructuración de las cajas de ahorros. Por otra parte, la presentación de la web de educación financiera www.finanzasparatodos.es (véase epígrafe 9.2.2), en mayo, y las ceremonias de entrega del premio Bernácer, en junio, y del premio Rey Juan Carlos de Economía, en noviembre, contaron también con un notable seguimiento por parte de los medios.

Las peticiones de entrevista de medios internacionales crecieron un 70 % respecto a 2009

Siguiendo la tendencia del año anterior, en 2010 se ha registrado un elevado número de demandas de entrevista por parte de los medios de comunicación, centradas, como ya se ha indicado, en las consecuencias de la crisis sobre el sistema financiero nacional. En conjunto, diversos representantes del Banco han concedido alrededor de una treintena de entrevistas (un tercio más que en el ejercicio anterior), buena parte de las cuales se realizaron en medios de comunicación internacionales. La reforma del sistema bancario ha avivado el interés de la prensa especializada internacional, lo que se ha traducido en un incremento del 70 %, respecto a 2009, en las peticiones de entrevista procedentes de medios extranjeros. Como viene siendo habitual, alrededor de una cuarta parte de las entrevistas realizadas en este período se enmarcaron dentro del plan de comunicación a través de la red de sucursales del Banco, cuyo objetivo es dar a conocer las actividades del Banco de España entre los medios locales y regionales.

No obstante, como en ejercicios anteriores, 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. Además de las comparecencias periódicas del gobernador ante el Congreso (en junio para presentar el *Informe Anual* y ante las comisiones de Presupuestos del Congreso, en octubre, y del Senado, en noviembre), el subgobernador, en su calidad de presidente de la Comisión Rectora del FROB, compareció en los meses de junio, septiembre y diciembre ante el Congreso para dar cuenta, a puerta cerrada, de las actuaciones del FROB hasta ese momento. Además de estas comparecencias, los miembros de los órganos de gobierno del Banco participaron en más de 40 foros nacionales e internacionales.

9.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

El compromiso del Banco de España de ofrecer información directa a los ciudadanos hace del sitio web su canal de comunicación más importante por su agilidad, eficiencia y coste.

9.2.1 La información al ciudadano

El sitio web recibió 2,7 millones de visitantes, un 12,5 % más que en 2009

Las estadísticas de acceso corroboran esta importancia. En el año 2010 hubo un total de 2,7 millones de visitantes, frente a los 2,4 millones del año anterior, lo que supone un aumento del 12,5 %. En cuanto a las páginas visitadas por los usuarios, estas superaron los 25 millones, frente a los 23 millones del año 2009, es decir, hubo un 8 % más.

Durante el año 2010 se ha finalizado el proceso de traducción del sitio web al inglés para satisfacer la demanda creciente de información por parte de los usuarios internacionales. Además, se han realizado más de 200 proyectos de arquitectura, ampliación o mejora de los contenidos, en un sitio web que consta de más de 2.000 páginas y 20.000 ficheros.

Junto con el sitio web, el Banco de España pone a disposición de los usuarios diversos portales que tienen por objeto cubrir las necesidades específicas de información o formación de determinados segmentos. Entre estos destacan el *Portal del Cliente Bancario*, visitado por más de 500.000 usuarios, o los contenidos agrupados en el *Portal Educativo* creado en el año 2010, que registró más de 84.000 visitantes.

Hay que destacar también el papel jugado por la *Oficina Virtual*, un espacio abierto en enero de 2010, que permite a los ciudadanos, empresas, instituciones financieras y Administraciones Públicas realizar sus trámites y consultas telemáticas con el Banco de España. En este primer año de vida tuvo más de 89.000 usuarios, siendo el trámite más demandado la «Solicitud de informes de riesgos a la Central de Información de Riesgos por los titulares».

El Banco atendió más de 53.000 consultas de empresas y ciudadanos

En el año 2010, el Banco de España atendió desde diversos puntos de información especializada 53.658 solicitudes de empresas y ciudadanos. Por volumen, destacan las 31.627 consultas al Servicio de Reclamaciones sobre diversos aspectos de la relación de los ciudadanos con las entidades bancarias. Por su parte, el Portal del Cliente Bancario atendió 5.100 solicitudes, y el Servicio de Información Estadística respondió cerca de 11.000 requerimientos de información, siendo la más solicitada la relativa a las estadísticas financieras (entidades y mercados), seguida por los tipos de interés y los tipos de cambio.

En línea con la vocación que el Banco de España tiene de acercarse a los diversos colectivos sociales, se distribuyeron el año pasado 31.000 unidades de material divulgativo, así como 15.000 ejemplares de productos informativos y educativos del Eurosistema y de la Comisión Europea, tanto por envío postal como durante las visitas guiadas al Banco. Además, desde el Portal Educativo se han descargado más de 36.000 elementos del diverso material educativo que se ofrecen a través de este canal (folletos, presentaciones y vídeos).

El Banco sigue una política de multilingüismo en aquellos materiales que, por estar destinados a un colectivo de ciudadanos residentes en Comunidades Autónomas con lenguas propias, requieren una traducción a las lenguas cooficiales, y participa activamente en la traducción a estas lenguas de los materiales producidos por el Eurosistema para el público general.

9.2.2 Iniciativas educativas

El Plan de Educación Financiera puso en marcha el portal www.finanzasparatodos.es y el programa piloto de clases en la ESO

El *Plan de Educación Financiera* es un proyecto conjunto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y del Banco de España, cuyo propósito es mejorar la educación financiera de los usuarios actuales y futuros de servicios financieros. Para ello, durante este año se han puesto en marcha dos de sus iniciativas con más calado: el portal www.finanzasparatodos.es y el programa piloto para impartir educación financiera en la ESO.

El portal, que se presentó en mayo, reúne los consejos prácticos básicos, herramientas y utilidades para gestionar las finanzas personales. Desde su lanzamiento hasta final de año, ha sumado 1.046.051 páginas vistas. El sitio web aloja también recursos y juegos para los jóvenes y permite descargar guías divulgativas.

En este curso, en colaboración con el Ministerio de Educación, se ha puesto en marcha el programa piloto para llevar la cultura financiera a las aulas, en el que participan más de 2.600 alumnos de 3.º de la ESO de 32 centros educativos de todo el país. Una vez analizados los resultados, se extenderá la iniciativa a todos los estudiantes de 15 años.

Además, durante 2010, el Banco de España ha participado regularmente en los foros educativos organizados por universidades y otros organismos del ámbito académico.

Durante su quinto año de vida, el *Aula Virtual*, el portal divulgativo para jóvenes que fomenta el conocimiento del Banco de España y difunde su misión como garante de la estabilidad de precios, de pagos y del sistema financiero, se ha consolidado como una herramienta de aprendizaje para la comunidad educativa, tal y como muestran las 270.000 páginas consultadas por más de 61.000 visitantes durante el año 2010.

Un total de 2.430 estudiantes participaron en la cuarta edición del concurso escolar del Banco de España

El concurso escolar del Banco de España para estudiantes de Bachillerato y Formación Profesional de grado medio constituye un instrumento educativo que fomenta la excelencia y el espíritu emprendedor de los alumnos y alumnas, y viene despertando interés entre los centros escolares desde su creación. En la cuarta edición, celebrada durante el curso 2009/2010, han participado 2.430 estudiantes de 486 centros, una cifra muy superior a la del año anterior, en el que compitieron 1.716 alumnos en 214 equipos.

En esta cuarta edición del concurso escolar, dedicada a la estabilidad financiera, los 486 equipos participantes, procedentes de centros públicos, concertados y privados de toda la geografía española, afrontaron una primera prueba general de carácter eliminatorio y una segunda, consistente en una contribución escrita basada en el tema «La estabilidad financiera, una tarea de todos». Resultó ganador del certamen el Instituto de Enseñanza Secundaria Camilo José Cela, de Pozuelo de Alarcón, Madrid, que recibió el diploma y el premio, consistente en ocho ordenadores portátiles, en un acto presidido por el subgobernador del Banco de España.

El *Rincón Educativo*, la sección del Portal Educativo del sitio web del Banco de España destinada a profesores y alumnos de Primaria, permite descargar material pedagógico de apoyo y 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 para

su uso en las aulas del último ciclo de Primaria, que tiene como objetivo fomentar conocimientos básicos sobre el euro, el Banco de España y el Banco Central Europeo, a través de un juego en el que los alumnos y el profesor representan a diferentes agentes de la economía real y financiera. Los equipos de alumnos se enfrentan a situaciones, preguntas y problemas que deben solventar con la ayuda de fichas de apoyo, que pueden adquirir de otros equipos en una suerte de mercado informativo. Cada pregunta se resuelve con una transacción con billetes en euros, por lo que el juego se acompaña de planchas de billetes que permiten a los alumnos manipularlos e identificar las características y elementos de seguridad de los mismos. Durante el año 2010, se recibieron 440 solicitudes para el envío de este juego.

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 2010, superó los 4.900 visitantes, frente a los 2.500 visitantes del ejercicio anterior. Además, a finales de 2010, los miembros del *Club Deportivo y Cultural de Empleados del Banco de España* han empezado a colaborar en la realización de visitas guiadas a través de un plan de voluntariado.

9.2.3 Relaciones institucionales con el Banco Central Europeo

Durante 2010, el Banco de España llevó a cabo actividades de comunicación en el marco de su pertenencia al SEBC. Además de contribuir a la definición y puesta en práctica de la estrategia de comunicación del Eurosistema mediante su participación en el Comité de Comunicación del Eurosistema y del SEBC y la difusión por Internet de las notas y comunicados del BCE, el Departamento de Comunicación ha desarrollado diversas iniciativas que se enmarcan dentro del Plan de Comunicación del Eurosistema, entre las que destacan la visita de medios de comunicación españoles al BCE, la actualización de materiales informativos, en particular los relativos a los billetes en euros, la preparación de material educativo interactivo y de un concurso sobre la estabilidad de precios destinado a estudiantes de Bachillerato.

10 Organización y administración interna

La plantilla total del Banco de España, a 31 de diciembre de 2010, es de 2.709 personas, lo que supone la cifra más baja de los últimos cinco años.

10.1 RECURSOS HUMANOS Y ORGANIZACIÓN

Esta disminución se ha debido, sobre todo, a que en 2010 causaron baja por jubilación un número excepcionalmente alto de empleados, 145, el 6 % de la plantilla, debido, en parte, a los cambios legislativos previstos sobre jubilaciones a nivel nacional y, en parte, a que existe un amplio colectivo que en 2010 alcanzó la edad para poder jubilarse.

La plantilla total descendió a 2.709 personas

En cuanto a la composición de la plantilla, se sigue incrementado el número de empleados con perfiles de mayor cualificación, situándose en torno al 60 %, mientras que el grupo de empleados con menor cualificación continúa contrayéndose (actualmente representa el 7,3 % de la plantilla).

La política de fomento de la movilidad interna puesta en marcha en 2007 con el fin de facilitar el desarrollo profesional de la plantilla ha facilitado que 222 personas hayan cambiado de puesto durante 2010, un 9 % de la plantilla, frente al 8 % del año anterior. Asimismo, se han cubierto 30 puestos de responsabilidad internamente, frente a solo 2 mediante concurso externo.

El porcentaje de mujeres en la plantilla superó el 40 %

También como resultado de las políticas activas de igualdad, ha aumentado de nuevo el porcentaje de mujeres en la plantilla respecto al del año anterior, y en la actualidad es algo superior al 40 %.

El 68 % de la plantilla realizó un curso de formación en 2010

En el ámbito de la formación interna, la Comisión Ejecutiva aprobó el Plan de Formación cuatrienal 2010-2013, que se estructura en diferentes tipos de programas, prestando especial atención a la formación técnica, cuyas acciones formativas se organizarán en 7 escuelas de conocimientos técnicos.

En 2010, se han impartido 143.099 horas totales de formación, lo que representa una media de 51 horas por empleado, y el número de participaciones en acciones formativas ha sido de 5.074, siguiendo la misma tendencia del año anterior. El 68 % de la plantilla realizó un curso completo en 2010 y 197 empleados asistieron a cursos internacionales. El Banco de España recibió a 99 personas procedentes de otros bancos centrales y organismos internacionales en acciones formativas.

Con respecto a la selección de puestos fijos, a lo largo de 2010 se convocaron y se resolvieron 27 procesos de selección, 15 procesos internos y 12 externos, en los que participaron 417 y 9.382 aspirantes, respectivamente.

Además, se seleccionaron 202 candidatos para cubrir puestos temporales, con el fin de dar cobertura a las necesidades de personal generadas por los proyectos del Eurosistema y a situaciones de ausencia temporal hasta la cobertura reglamentaria de las vacantes previstas.

Como en años anteriores, y con el objetivo de contribuir a la formación práctica de los estudiantes universitarios, se ha continuado con la tendencia de acoger en cada curso académico a un número representativo de alumnos universitarios de grado que quieren realizar sus prácticas académicas en el sector financiero (en total, hubo 61 becarios en las distintas áreas del Banco).

Por otra parte, el año pasado ha sido especialmente significativo por el recorte salarial introducido por el *Real Decreto Ley 8/2010, de 20 de mayo, por el que se adoptan medidas extraordinarias para la reducción del déficit público*.

El Banco de España ha aplicado la correspondiente reducción de las retribuciones del personal en línea con lo establecido en el mencionado Real Decreto Ley, a través de un acuerdo con los representantes sindicales del Banco de España.

10.2 ADQUISICIONES Y SERVICIOS GENERALES

Dentro de la reorganización de la Dirección General de Servicios, el Departamento de Adquisiciones y Servicios Generales ha asumido las funciones de los Servicios de Mantenimiento y Obras y de Seguridad, con el objetivo de optimizar los recursos.

En el ámbito de contratación se ha cumplido en su totalidad el Plan Anual aprobado para el ejercicio, habiéndose tramitado 191 expedientes. Además, se han gestionado 204 prórrogas de contratos, renegociando los precios con reducción considerable de costes.

Desde la perspectiva de contratación conjunta del Eurosistema, el Banco de España ha participado activamente en los trabajos de la Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema, interviniendo en 2 grupos de trabajo y 5 licitaciones conjuntas, y definiéndose 11 nuevos documentos de buenas prácticas en materia de contratación.

La actividad del Servicio de Mantenimiento y Obras durante 2010 se ha dirigido a la mejora en la fiabilidad de las instalaciones, la mayor eficiencia energética y la eliminación de barreras arquitectónicas, así como a la recuperación de espacios en la sede de Cibeles.

En la red de sucursales destacan las siguientes actuaciones:

- Adecuación de las salas de tratamiento de efectivo en la sucursal de Zaragoza.
- Renovación de instalaciones electromecánicas en Zaragoza y Bilbao.
- Actualización y ampliación de las instalaciones de protección contra incendios en Sevilla y de climatización en Valencia.
- Asimismo, se ha iniciado el *Plan de Mejora de los Sistemas de Seguridad y Videovigilancia*, que se mantendrá durante 2011.

10.3 SISTEMAS DE INFORMACIÓN

Durante el ejercicio 2010 se ha reorganizado el Departamento de Sistemas de Información, reduciendo el número de divisiones y unidades para aumentar la eficiencia y mejorar la disponibilidad de los sistemas, de acuerdo con el objetivo común de toda la Dirección General de Servicios.

La evolución de los proyectos del Eurosistema, aparte de lo comentado en el epígrafe 2 en relación con TARGET2-*Securities*, ha sido la siguiente:

- *MOP (Market Operations Platform)*: se ha alcanzado un acuerdo entre los bancos centrales de Francia, España, Italia y Alemania y el BCE para el desarrollo del proyecto y posterior suministro del servicio al Eurosistema. El Banco de España y el Banco de Francia liderarán el proyecto y hospedarán los sistemas de desarrollo y producción.
- Infraestructura de clave pública para el Eurosistema (ESCB-PKI): como consecuencia de la reorganización del proyecto IAM (*Identity and Access Management*), el Banco de España pasa a realizar en solitario este proyecto, que será el primer servicio que ofrecerá al Eurosistema como proveedor, y que deberá estar operativo en septiembre del año 2011.
- *ESCB Mail Program*: liderado por el Banco de España, este proyecto está orientado a proporcionar una nueva infraestructura de correo que permitirá el intercambio seguro de mensajes entre los miembros del SEBC. Parte de los trabajos se han llevado a cabo durante el año 2010, en colaboración con el Bundesbank y el Banco de Italia, incluyendo la sustitución del sistema de correo CebaMail por otro denominado ESCBMail, de nueva tecnología.

En el ámbito de las aplicaciones operativas, destaca la implantación del sistema CDI, para gestionar las disposiciones de efectivo en billetes. Una vez implantado y puesto en funcionamiento, se trabaja en un nuevo sistema para tratar ingresos y disposiciones de efectivo, tanto para billetes como para monedas, siguiendo los estándares internacionales.

Las actuaciones más destacables en las infraestructuras informáticas son:

- Creación de dos nuevos mecanismos de intercambio telemático de información con entidades externas: el intercambio automatizado de operaciones (ITO) y el intercambio de ficheros a través de la web (ITW), que ofrecen nuevas posibilidades y mayor flexibilidad.

- Firma de dos grandes acuerdos estratégicos:
 - Acuerdo que permite cubrir durante cuatro años la necesidad de potencia de los ordenadores centrales y su mantenimiento, así como las licencias de *software* precisas.
 - Acuerdo de cesión de uso y mantenimiento de licencias de *software* para los años 2011-2013.
- Actualización de la normativa de seguridad. Se han publicado tres nuevas ordenanzas.
- Conclusión de los trabajos de ampliación de velocidad de conexión de las sucursales con Madrid y la instalación de sistemas para el envío de alarmas de las sucursales a las dependencias policiales.
- Inicio de un proyecto de modernización de la telefonía, que introducirá tecnología de voz sobre IP (o telefonía IP), unificando las redes de voz y datos y mejorando la disponibilidad del servicio en caso de desastre.

En el ámbito de la continuidad de negocio, se ha equipado una nueva sala dedicada en exclusiva a la reanudación de los procesos de negocio más críticos en situaciones de crisis. Esta nueva sala ha permitido efectuar, por primera vez, los ejercicios de reanudación en régimen de trabajo real, tal como aconsejan las mejores prácticas. Asimismo, se ha iniciado la utilización de una herramienta para automatizar las comunicaciones en situaciones de crisis.

10.4 POLÍTICA DOCUMENTAL CORPORATIVA

A lo largo de 2010 se han seguido definiendo iniciativas y materializando proyectos de administración electrónica y modernización del tratamiento de la documentación.

El 1 de enero empezó a funcionar la Oficina Virtual

El 1 de enero entró en funcionamiento la *Oficina Virtual* del Banco de España, que es el sitio web disponible para todos los ciudadanos que deseen relacionarse con el Banco a través de medios electrónicos. Durante 2010 se ha publicado en ella información de 34 procesos y servicios, con fichas descriptivas, por público objetivo, de cada uno de ellos, así como especificaciones técnicas para su tramitación y normativa asociada. Más de 97.000 ciudadanos han gestionado sus trámites a través de este servicio y han visto atendidas sus preguntas a través del buzón de consultas.

Tras la Oficina Virtual, el siguiente escalón en la ejecución del modelo de administración electrónica es la puesta en funcionamiento del Registro Electrónico. A tal efecto, en 2010 se ha afrontado el indispensable esfuerzo de normalización de los procesos de registro físico que se ha de realizar previamente: se ha definido un sistema de Registro General Único en el Banco de España, se ha promulgado la correspondiente normativa en la materia (*Circular Interna 2/2010, de 22 de diciembre, de Registro General*) y se ha implantado una aplicación informática que garantiza la plena integración de la anotación de los asientos registrales de Madrid y sucursales. Todo ello permitirá abordar el proyecto de registro electrónico en 2011, que supone una mejora directa en los servicios prestados a los ciudadanos y que, en el ámbito interno, también lleva aparejada una simplificación y agilización de la gestión y un reforzamiento del control de los procesos de registro y de su seguridad jurídica.

Por otra parte, para la modernización del tratamiento de la documentación en la fase de archivo, se ha ejecutado un ambicioso proyecto de reorganización y optimización de los

depósitos del Archivo, que ha posibilitado la liberación de 12.400 metros lineales de estanterías (los espacios recuperados se destinarán parcialmente a oficinas), la reorganización de los fondos conservados y la implantación de una herramienta informática para su localización y control.

Respecto al patrimonio histórico artístico documental, se ha prestado especial atención en este ejercicio a la magnífica colección de planos de arquitectura. Se ha completado la catalogación de sus casi 1.700 planos, restaurándose 430 de ellos, que se han digitalizado e instalado en material de conservación y mobiliario normalizados.

10.5 INTERVENCIÓN GENERAL

En el ejercicio 2010, se ha llevado a cabo la implantación de la nueva aplicación informática de control presupuestario, que permite una mejora en los procedimientos de gestión y control en la ejecución de los gastos e inversiones del Banco.

En este ejercicio han continuado las mejoras de la nueva aplicación de contabilidad, consiguiendo mayores automatismos en lo que se refiere al envío de estados financieros al BCE.

Igualmente, en este ejercicio, y después de la elaboración de los primeros mapas de riesgo del Banco, se ha seguido con la explotación de la información obtenida, ejecutando las medidas de mitigación de riesgos que se han ido proponiendo en cada uno de los departamentos del Banco. Asimismo, después de ajustar la metodología utilizada anteriormente en la determinación de los riesgos y procesos, ha comenzado la primera revisión bienal del conjunto de los procesos del Banco, que llevarán, a finales de 2011, a la confección de un nuevo mapa de riesgos.

Por último, en lo relativo a la presencia a nivel internacional, se ha continuado con la estrecha relación en cuestiones de formación que se tiene con miembros de bancos centrales de Latinoamérica.

10.6 AUDITORÍA INTERNA

La Auditoría Interna, conforme al Estatuto aprobado por la *Circular Interna 4/2007, de 20 de julio*, 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 función de auditoría interna es ejercida por el Departamento del mismo nombre (DAI), que depende directamente del gobernador. Adicionalmente, el DAI debe prestar a la Comisión de Auditoría del Consejo de Gobierno toda la colaboración que esta requiera y facilitarle la información que precise.

La actividad auditora del DAI se establece mediante un Plan Anual que es aprobado por el gobernador, del que se da cuenta a la Comisión Ejecutiva. Conforme al Plan 2010, el DAI ha realizado las siguientes auditorías principales: Cuentas Anuales del Banco de España; informe previsto en la *Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*; administración de seguridad informática de la Dirección General de Regulación; autorizaciones y procedimientos administrativos de la Dirección General de Supervisión; procesos de contratación en el Departamento de Adquisiciones y Servicios Generales; estadísticas de las Administraciones Públicas; instrucción de expedientes; asesoramiento para la participación en reuniones internacionales; control de accesos de personas y mercancías en los edificios del complejo Cibeles; reserva estratégica de billetes del Banco Central Europeo; fabricación de billetes; contabilización de instrumentos financieros relacionados con las operaciones de política monetaria; operaciones de política monetaria; mantenimiento y operativa de las infraestructuras y sistemas de las

tecnologías de la información, y vigilancia de los sistemas de pago. Asimismo, se han efectuado las auditorías de las sucursales de A Coruña, Alicante, Badajoz, Bilbao y Málaga. Por último, se ha realizado el seguimiento de las recomendaciones emitidas en anteriores auditorías, tanto de las específicas del Banco de España como de las comunes al SEBC.

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA
EJERCICIO 2010

1 INTRODUCCIÓN

Las cuentas anuales del Banco de España, como establece el artículo 29.1 de su Reglamento Interno, aprobado por Resolución de su Consejo de Gobierno de 28 de marzo de 2000 (BOE del 6 de abril), comprenden el balance, la cuenta de resultados y la memoria explicativa. Dichas cuentas han sido elaboradas de acuerdo con las normas y principios contables internos del Banco de España. Estas normas y principios están basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales nacionales (BCN) del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)¹, en virtud del artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC, sobre normalización de procedimientos contables y de información relativos a las operaciones emprendidas por los BCN. En los casos no regulados por las normas contables del Eurosistema, el Banco de España aplica su propia normativa interna, basada en los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, 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 Hacienda, aprobar el balance y 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 2009 se presentan únicamente para facilitar su comparación con las de 2010. 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. La estructura del balance del Banco de España presenta algunas diferencias respecto a la publicada en años anteriores en lo que respecta a la numeración de varios epígrafes, debido a la adaptación íntegra del modelo de balance anual de un banco central recogido en el anejo VIII de 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).

Este documento presenta las cuentas correspondientes al ejercicio 2010. En su apartado 2 se presentan el balance y la cuenta de resultados a 31 de diciembre de 2010; 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

¹ Orientación del Banco Central Europeo de 11 de noviembre de 2010, sobre el Régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2010/20).

de Autonomía, se detallan las aportaciones efectuadas a los Fondos 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 el importe del mismo.

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.

2 BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2010

En millones de euros

	NÚMERO NOTA	2010	2009
ACTIVO			
1 Oro y derechos en oro	1	9.555,49	6.938,31
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro		14.040,29	12.306,81
2.1 Activos frente al FMI	2	4.782,17	4.119,17
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	9.258,12	8.187,65
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	4	0,06	0,01
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro		907,25	1.014,96
4.1 Depósitos, valores y préstamos	5	907,25	1.014,96
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	6	61.550,47	90.087,62
5.1 Operaciones principales de financiación		20.285,31	657,70
5.2 Operaciones de financiación a más largo plazo		39.662,77	89.421,45
5.3 Operaciones temporales de ajuste		1.585,00	—
5.4 Operaciones temporales estructurales		—	—
5.5 Facilidad marginal de crédito		—	—
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		17,39	8,47
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	7	2,04	1.151,64
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	8	87.827,96	84.340,68
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria		13.906,71	3.400,37
7.2 Otros valores		73.921,24	80.940,31
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	9	4.081,98	4.665,45
9 Cuentas intra-Eurosistema	10	20.945,82	13.121,19
9.1 Participación en el capital del BCE		801,70	663,30
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		15.360,48	7.674,24
9.5 Otros activos intra-Eurosistema (neto)		—	—
10 Partidas en curso de liquidación		1,06	0,34
11 Otros activos		3.708,73	4.324,48
11.2 Inmovilizado material e inmaterial	11	254,61	240,45
11.3 Otros activos financieros	12	47,18	50,45
11.4 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	13	—	—
11.5 Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	14	1.891,39	2.126,12
11.6 Diversos	15	1.515,55	1.907,47
TOTAL ACTIVO		202.621,16	217.951,50

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2010 (cont.)

En millones de euros

	NÚMERO NOTA	2010	2009
PASIVO			
1 Billetes en circulación	16	91.917,98	88.273,78
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	17	26.964,03	35.089,02
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		19.950,00	24.736,02
2.2 Facilidad de depósito		6.997,50	10.352,00
2.3 Depósitos a plazo		—	—
2.4 Operaciones temporales de ajuste		—	—
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		16,53	1,00
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro		0,14	0,09
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro		9.488,74	32.725,57
5.1 Administraciones Públicas	18	9.336,63	31.233,05
5.2 Otros pasivos	19	152,11	1.492,52
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	20	400,15	264,49
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro		0,93	0,86
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		0,76	0,69
8.1 Depósitos y otros pasivos	21	0,76	0,69
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	22	3.272,05	3.078,08
10 Cuentas intra-Eurosistema	23	50.864,34	41.033,92
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)		50.864,34	41.033,92
11 Partidas en curso de liquidación	24	138,39	103,69
12 Otros pasivos		300,24	375,92
12.1 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	25	30,43	79,67
12.2 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	26	80,96	69,06
12.3 Diversos	27	188,84	227,19
13 Provisiones	28	5.478,81	5.312,04
14 Cuentas de revalorización	29	9.274,59	7.020,16
15 Capital y reservas		1.950,00	2.000,00
15.1 Capital	30	1.000,00	1.000,00
15.2 Reservas	31	950,00	1.000,00
16 Beneficio del ejercicio	32	2.570,00	2.673,18
TOTAL PASIVO		202.621,16	217.951,50

CUENTA DE RESULTADOS DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2010

En millones de euros

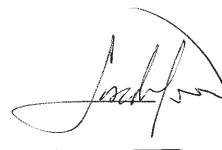
	NÚMERO NOTA	2010	2009
1 Ingresos por intereses	1	4.450,57	4.669,85
2 Gastos por intereses	2	1.040,39	1.005,29
3 Ingresos netos por intereses (1 - 2)		3.410,18	3.664,57
4 Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	366,04	108,54
5 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	793,89	193,12
6 Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio, precio y crédito	5	407,96	688,14
7 Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos (4 - 5 - 6)		-835,81	-772,72
8 Ingresos por honorarios/comisiones		20,07	23,77
9 Gastos por honorarios/comisiones		11,12	13,20
10 Ingresos netos por honorarios/comisiones (8 - 9)	6	8,95	10,57
11 Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	191,04	117,94
12 Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	253,47	193,99
13 Otros ingresos y quebrantos	9	-11,56	-12,93
14 TOTAL INGRESOS NETOS (3 + 7 + 10 + 11 + 12 + 13)		3.016,27	3.201,42
15 Gastos de personal	10	228,40	230,96
16 Gastos en bienes y servicios	11	117,83	121,51
17 Amortización del inmovilizado	12	27,34	25,58
18 Costes de producción de billetes	13	61,71	71,45
19 Otros gastos		3,27	2,85
20 TOTAL GASTOS OPERATIVOS (15 + 16 + 17 + 18 + 19)		438,54	452,35
21 Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	7,73	75,89
22 BENEFICIO DEL EJERCICIO (14 - 20 - 21)	15	2.570,00	2.673,18

V.º B.º
El Gobernador,



MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ

El Interventor General,



JOSÉ MIGUEL GARCÍA HERNANDO

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, tanto de contado como de plazo, se contabilizan en la fecha de contratación.

Los criterios de valoración concretos aplicados a los distintos activos y pasivos han sido los siguientes:

Oro

Se contabiliza por su precio de adquisición², determinado por el efectivo satisfecho, incluidos todos los gastos inherentes a la operación.

El coste de las ventas se obtiene aplicando el método LIFO diario. En caso de que el efectivo que se ha de desembolsar o de percibir venga establecido en una divisa diferente del euro, se convierte a euros al tipo de cambio medio existente en el mercado dos días hábiles antes de la fecha de liquidación de la operación.

El último día de cada mes, las existencias de oro se valoran al precio de mercado en euros de la onza troy de oro fino. Las plusvalías o minusvalías no realizadas (excepto en caso de minusvalías a fin de año) se reflejan en una cuenta de ajuste, con abono o adeudo, respectivamente, a una cuenta de revalorización o de gasto.

Las minusvalías existentes a fin de ejercicio se llevan a la cuenta de resultados, modificándose el precio medio contable. Tales minusvalías se consideran irreversibles en revaluaciones posteriores.

En las operaciones temporales de oro contra divisas, la cesión del oro se registra en cuentas de orden, sin afectar a las cuentas patrimoniales. La divisa recibida a cambio se registra en el activo, y, simultáneamente, en el pasivo, la obligación de devolverla. Las posibles diferencias que surjan entre el oro entregado al contado y el recibido a plazo se contabilizan

² A 31.12.1998 se ajustó su precio de adquisición en función del precio de mercado existente en aquel momento, y se abonaron las plusvalías latentes a cuentas de revalorización. Estas plusvalías se traspasarán a resultados cuando se realice la venta del activo, y es posible utilizarlas para compensar minusvalías.

zan como si se tratara de una operación de compraventa independiente, al vencimiento de la operación.

Divisas

Las operaciones de compraventa de divisas al contado se contabilizan en su fecha de liquidación, afectando 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 considerando 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 la misma 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 pasan a formar 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 gasto.

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 y de 9 de mayo de 2010).

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 autorizadas por la Comisión de Operaciones.

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 gasto. Las minusvalías existentes a fin de año se registran en la cuenta de resultados del ejercicio, abonando su importe directamente en la cuenta de valores y modificando el precio medio contable del código-valor afectado y, por tanto, su tasa interna de rendimiento. Tales minusvalías se consideran irreversibles. Para la regularización de fin de año se utilizaron los precios de mercado de 28, 29 y 30 de diciembre de 2010, según la clase de valor de que se trate.

Sobre los valores de la cartera a vencimiento y de la cartera de política monetaria no se efectúa ningún proceso periódico de valoración, exceptuando el reconocimiento, en su caso, de la pérdida de valor por deterioro del activo.

Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos son objeto de la periodificación correspondiente, empleando 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, tratándose de valores en divisas, se entenderán referidas a la divisa correspondiente, trasladando 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, registrando 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, contabilizando 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, dotando sobre ellos la correspondiente provisión.

Créditos a entidades financieras y saldos con bancos centrales de la Unión Europea

Se valoran por su nominal.

En relación con las operaciones de política monetaria realizadas por los bancos centrales del Eurosistema, el BCE establece las condiciones en que deberán efectuarse dichas operaciones, así como la necesidad de obtener garantías adecuadas sobre las mismas. 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 compensar dichos importes con los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales (véanse nota 28 del balance y nota 8 de la cuenta de resultados).

Créditos al Estado

De acuerdo con lo establecido en la Orientación del Banco Central Europeo de 11 de noviembre de 2010, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2010/20), se valoran por su nominal (véanse las notas 9 y 28 del balance y 5 de la cuenta de resultados).

Acciones y participaciones

Las acciones y participaciones en instituciones nacionales y/o internacionales, incluida la participación en el Banco Central Europeo, se valoran por su precio de adquisición. La participación en la sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA, se valora por su valor teórico contable.

Activos fijos materiales e inmateriales

Se consideran inmovilizado aquellos activos no financieros propiedad del Banco que se espera utilizar durante un plazo superior a 12 meses y que contribuyen, directa o indirectamente, al cumplimiento de los objetivos de la entidad y/o a la generación probable de ingresos en el futuro, siendo además posible una valoración fiable de su coste.

Como criterio general, el inmovilizado se valora inicialmente por su precio de adquisición, entendiéndose por tal el importe de los desembolsos dinerarios realizados o comprometidos, incluidos los costes directamente relacionados con la ubicación del activo en el lugar y en las condiciones necesarias para que pueda operar en la forma prevista, tales como transporte, instalación, honorarios profesionales por servicios legales, impuestos no recuperables y valor razonable de las demás contraprestaciones entregadas.

Los descuentos comerciales y los realizados por defectos en los activos recibidos se registran como menor valor de adquisición de los mismos. Por su parte, los descuentos por pronto pago y los realizados por retrasos en el plazo de entrega pactado se contabilizan en la cuenta de resultados dentro de otros ingresos o como un menor gasto, en su caso, sin afectar al precio de adquisición del bien adquirido.

No se consideran inmovilizado aquellos activos que, aunque cumplan las condiciones para ser considerados como tales, no superen, en general, el importe de 600 euros (6.000 euros en el caso de edificios, construcciones e instalaciones), aunque pueden existir excepciones, justificadas normalmente por motivos de control.

Solo se activan las ampliaciones, sustituciones, renovaciones y mejoras del inmovilizado que superen el límite de 6.000 euros y cuando, además, sea posible registrar la baja contable de las partes sustituidas, o cuando dichas partes se encuentren totalmente amortizadas.

Las aplicaciones informáticas desarrolladas específicamente para el Banco de España cuyo coste no supere la cantidad de 300.000 euros serán contabilizadas directamente como gastos, sin que proceda realizar la activación posterior de los mismos.

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 2010 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.

Billetes en circulación

El BCE y los BCN que, junto con él, forman el Eurosistema emiten billetes en euros desde el 1 de enero de 2002³. 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 billetes⁴.

³ Decisión del Banco Central Europeo de 13 de diciembre de 2010, sobre la emisión de billetes en euros (BCE/2010/29).

⁴ Se denomina «clave de asignación de billetes» a la que resulta de aplicar un 92 % a la clave de participación en el Eurosistema.

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 intereses⁵, se muestran en el epígrafe «Cuentas intra-Eurosistema.—Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Euro-sistema» (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 establecido⁶ 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 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».

De acuerdo con la Decisión del BCE de 25 de noviembre de 2010 (BCE/2010/24), sobre la distribución provisional entre los bancos centrales nacionales de los Estados miembros participantes de los ingresos del BCE por billetes en euros en circulación, derivados del 8 % de billetes en euros que tiene asignados, y de los valores adquiridos conforme al programa para los mercados de valores (PMV), estos ingresos pertenecen a los BCN y se les asignarán íntegramente en el mismo ejercicio en que se obtengan. La liquidación tiene lugar en el mes de enero del ejercicio siguiente, en forma de distribución provisional del beneficio. El importe de los ingresos del BCE procedente de los billetes en euros en circulación podrá reducirse, previa decisión del Consejo, por los costes incurridos por el BCE en la emisión y manejo de los billetes. Dicha Decisión establece que el Consejo de Gobierno del BCE decidirá, antes de final de ejercicio, si deben retenerse, total o parcialmente, los ingresos procedentes de la mencionada cartera PMV y, en caso necesario, 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,

5 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).

6 Se considera un período de 24 meses, comenzando 30 meses antes de la fecha de introducción del efectivo en euros.

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».

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 TARGET2⁷ 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, del resultado de la aportación y asignación de los ingresos monetarios, y de las posiciones frente al mismo por el aplazamiento de cobros y pagos diversos.

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 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. En caso de pérdidas no realizadas en algún elemento a final de año, su coste medio se reduce hasta ajustarlo al precio de mercado y/o tipo de cambio de fin de año.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, traspasándose a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se registran en la cuenta de resultados en la medida en que excedan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización, no revirtiendo en años siguientes frente a nuevas ganancias no realizadas. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro no se compensan con las ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

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 rendimiento interno.

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 que, incorporados al mismo con posterioridad al 1 de febrero de 1986, forman parte del Plan y tienen derecho a ello, están establecidas en el 7,5 % del denominado «sueldo regulador», compuesto por los conceptos salariales fijados en el Reglamento del Plan, imputándose las cantidades aportadas por el Banco como un gasto corriente del ejercicio al que corresponden.

⁷ Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

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 28 del balance)

Posiciones registradas fuera de balance⁸ 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, en especial las provisiones (véase nota 28 del balance), que figuran registrados en ellas. 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 SEBC [véanse notas 6 y 8.a) del balance].

Estas estimaciones se han realizado considerando la continuación de un proceso de lenta recuperación económica, así como de inestabilidad en algunos mercados de deuda. A pesar de que dichas estimaciones se han realizado sobre la base de la mejor información disponible a cierre del ejercicio 2010, 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.

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 los mismos, 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 9.555,49 millones de euros, equivalentes a 9,054 millones de onzas troy⁹ de oro fino, valoradas a un precio de mercado de 1.055,42 euros por onza. Estas tenencias no han variado durante el ejercicio. Su valor es superior en 2.617,18 millones de euros al de 2009, como consecuencia del aumento del precio de mercado (al cierre de 2009 la onza cotizaba a 766,35 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.

⁸ 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.

⁹ Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

Este epígrafe está integrado por tres componentes:

- a) La posición en el Fondo Monetario Internacional (en adelante, 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 la misma, bien por la financiación neta otorgada al FMI.
- 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 cedido al FMI como contribución al servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza y el acuerdo bilateral de préstamo firmado entre el FMI y el Reino de España. El servicio financia préstamos a bajo interés para los países más pobres. El Banco de España mantiene un compromiso de contribuir al mismo hasta un importe de 830 millones de DEG, ascendiendo el importe dispuesto a fin de 2010 a 393,51 millones de euros (340 millones de DEG). El acuerdo bilateral de préstamo, firmado como apoyo a la capacidad del FMI para suministrar asistencia de balanza de pagos a sus miembros, puede alcanzar en DEG un contravalor máximo de 4.140 millones de euros y durante el ejercicio 2010 se han efectuado operaciones por un total de 301,68 millones de euros (261 millones de DEG).

Su composición en ambos ejercicios es la siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2010	2009	Variación
Posición en el tramo de reservas	692,76	541,30	151,46
Derechos especiales de giro (por asignaciones)	3.394,22	3.221,20	173,01
Otros activos frente al FMI	695,19	356,66	338,53
TOTAL	4.782,17	4.119,17	663,00

En conjunto, el valor de los activos frente al FMI aumentó en 663,00 millones de euros respecto a su saldo a final de 2009.

El aumento que se produce en la cuenta de la posición en el tramo de reservas (151,46 millones de euros) es debido, básicamente, a las aportaciones netas efectuadas por el Banco de España al FMI correspondientes a préstamos concedidos a terceros países (Grecia, Letonia, Serbia y Ucrania, entre otros). Del mencionado aumento, 110,40 millones se deben al incremento neto de los importes en divisas, y 41,07 millones al efecto de la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado. Por lo que respecta a la cuota de España en el FMI, en 2010 no tuvo lugar ninguna modificación, manteniéndose en 3.048,90 millones de DEG.

La cuenta de los derechos especiales de giro (por asignaciones) tiene un incremento de 173,01 millones de euros, explicado por el efecto de los tipos de cambio de mercado a fin

de ejercicio, que ha supuesto un incremento de 201,21 millones de euros, minorado por la disminución registrada en divisas por el efecto neto de las disposiciones y amortizaciones de préstamos (28,20 millones de euros).

El aumento en la cuenta de otros activos frente al FMI (338,53 millones de euros) es debido a las aportaciones efectuadas por el Banco de España al programa PRGF III del FMI y las operaciones acogidas al acuerdo de préstamo bilateral, que han supuesto un incremento de 297,31 millones de euros, así como al aumento en 41,21 millones de euros por efecto de la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado.

Los DEG aparecen valorados al tipo de mercado de fin de año, calculado por el BCE para todos los bancos centrales nacionales del Eurosistema, de 1 € = 0,864155 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, que se actualiza semanalmente, se ha mantenido entre el 0,40 % y el 0,22 % 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 2010 se eleva a 9.258,12 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2010	2009	Variación
Depósitos	142,11	144,65	-2,55
Valores	9.115,69	8.042,39	1.073,30
Cartera de negociación	3.712,65	4.149,24	-436,59
Cartera a vencimiento	5.403,04	3.893,15	1.509,88
Otros	0,32	0,60	-0,28
TOTAL	9.258,12	8.187,65	1.070,47

A 31 de diciembre de 2010, el 99,88 % de estos activos estaba denominado en dólares USA. El contravalor en euros de estos dólares se ha trasladado al balance al cambio de mercado de cierre del ejercicio (1 € = 1,3362 \$ USA).

El aumento del saldo de este epígrafe (1.070,47 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	397,66
Por la variación de los tipos de cambio de mercado a 31 de diciembre	671,05
Por la variación del precio de mercado de los valores a 31 de diciembre	3,16
Por la variación de los intereses a cobrar no vencidos	-1,59
Otras causas	0,18
TOTAL	1.070,47

4 ACTIVOS EN MONEDA
EXTRANJERA FRENTE A
RESIDENTES EN LA ZONA
DEL EURO

Esta rúbrica del balance puede incluir cuentas corrientes, depósitos y valores. Su saldo a 31 de diciembre de 2010 es igual a 0,06 millones, habiendo aumentado en 0,05 millones respecto al año anterior, debido al incremento del saldo mantenido en cuentas a la vista en instituciones financieras monetarias en dólares USA.

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:

Tipo de activo	2010	2009	Variación
Depósitos	0,20	0,21	-0,01
Valores de renta fija	907,05	1.014,75	-107,70
Cartera de negociación	—	108,94	-108,94
Cartera a vencimiento	907,05	905,81	1,24
TOTAL	907,25	1.014,96	-107,71

Del importe de este epígrafe (907,25 millones de euros), la mayor parte corresponde a valores de renta fija incluidos en la cartera a vencimiento (907,05 millones), que experimentaron un aumento de 1,24 millones respecto a su saldo a 31 de diciembre de 2009. 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, que tenía un saldo de 108,94 millones a 31 de diciembre de 2009, no presenta saldo a fin de este ejercicio, como consecuencia de las ventas que han tenido lugar durante el ejercicio 2010.

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 546.747 millones, de los cuales 61.550,47 figuran en el balance del Banco de España. De acuerdo con el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC/BCE, en caso de materializarse cualquier riesgo de contraparte en operaciones de política monetaria, estos serán compartidos 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 dichos riesgos (véase la provisión para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria en el Eurosistema, en la nota 28, Provisiones).

Su detalle, por tipo de operación, se refleja en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de operación	2010	2009	Variación
Operaciones principales de financiación	20.285,31	657,70	19.627,61
Operaciones de financiación a más largo plazo	39.662,77	89.421,45	-49.758,68
Operaciones temporales de ajuste	1.585,00	—	1.585,00
Operaciones temporales estructurales	—	—	—
Facilidad marginal de crédito	—	—	—
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	17,39	8,47	8,92
TOTAL	61.550,47	90.087,62	-28.537,15

Durante todo el año 2010, 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 2010 es inferior en un 31,68 % al de 2009. No obstante, el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año aumentó en un 22,68 % (99.291,50 millones en 2010, frente a 80.937,90 millones en 2009).

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 tan solo el 12,36 % de la financiación media anual se otorgó a través de ellas. En 2010 todas ellas se han realizado a tipo fijo, con adjudicación plena del importe solicitado.

El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2010 era de 20.285,31 millones de euros (657,70 millones a 31 de diciembre de 2009), siendo su saldo medio diario durante el ejercicio de 12.270,58 millones (15.544,88 millones en 2009).

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 2010 se han realizado operaciones con plazos de vencimiento iguales a la duración de los períodos de mantenimiento de las reservas mínimas, y a tres y seis meses. A partir de octubre de 2008, estas operaciones también se han realizado a tipo fijo, con adjudicación plena del importe solicitado, aunque en 2010 también tuvo lugar una operación de financiación a tres meses a tipo de interés variable.

El saldo que presentaban estas operaciones a fin de 2010 ascendía a 39.662,77 millones de euros (64,44 % del total), habiendo disminuido en relación con el año anterior en 49.758,68 millones de euros. Sin embargo, su saldo medio se ha incrementado (ha pasado de 65.354,89 millones en 2009 a 86.561,06 millones en 2010), representando el 87,20 % de la financiación global del ejercicio.

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.

Su saldo a fin de año era de 1.585,00 millones de euros. Durante 2010 tuvieron lugar cuatro operaciones temporales de ajuste de inyección de liquidez en el Eurosistema, obteniendo financiación las entidades de crédito españolas en todas ellas.

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 banco central nacional, 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 2010 su saldo era cero, habiéndose producido en este ejercicio un número reducido de estas operaciones, al igual que en 2009.

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 17 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 2010 presentaba un saldo de 17,39 millones de euros, con un incremento de 8,92 millones en relación con el año anterior.

7 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO En esta rúbrica se incluyen los activos frente a las entidades de crédito no relacionados con la gestión de la política monetaria. Su saldo a 31 de diciembre de 2010, de 2,04 millones de euros, recoge el importe de las cuentas corrientes de corresponsalía mantenidas con entidades de crédito. La disminución experimentada respecto al ejercicio anterior (1.149,60 millones) es consecuencia de la amortización en 2010 de la totalidad de los préstamos concedidos en el ejercicio anterior a las entidades de crédito para apoyo a la liquidez (1.150 millones a 31 de diciembre de 2009).

8 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 el programa de adquisiciones de bonos garantizados¹⁰ y con el programa para los mercados de valores¹¹. Estos valores han sido clasificados como mantenidos hasta su vencimiento (véase «Valores» en el apartado «3.1 Normativa contable»). Las compras de valores realizadas en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados se completaron en junio de 2010.

a Valores mantenidos con fines de política monetaria

El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2010 es igual a 13.906,71 millones, no habiendo evidencia objetiva de que estos activos se hubiesen deteriorado a fin de ejercicio.

10 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).

11 Decisión del Banco Central Europeo, de 14 de mayo de 2010, estableciendo el programa para los mercados de valores (BCE/2010/5).

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 60.873,44 millones de euros, de los cuales 7.382,70 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.

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	2010	2009	Variación
Cartera de negociación	33.027,21	40.279,80	-7.252,60
Cartera a vencimiento	40.894,03	40.660,51	233,53
TOTAL	73.921,24	80.940,31	-7.019,07

El saldo de esta rúbrica a 31 de diciembre de 2010 es de 73.921,24 millones de euros, de los que el 44,7 % corresponde a valores de la cartera de negociación y el resto, 55,3 %, a valores de la cartera a vencimiento.

El conjunto de estos valores experimentó una disminución de 7.019,07 millones de euros en 2010. No obstante, fueron los valores de la cartera de negociación los que experimentaron una reducción de 7.252,60 millones de euros, mientras que los valores de la cartera a vencimiento aumentaron en 233,53 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 de valores	-5.744,07	343,28	-5.400,78
Plusvalías latentes a fin de año (a)	-830,85	—	-830,85
Minusvalías a fin de año (a)	-790,92	—	-790,92
Intereses implícitos devengados	113,25	-109,76	3,49
TOTAL	-7.252,60	233,53	-7.019,07

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 tanto valores emitidos por Administraciones Públicas como por instituciones financieras de la zona del euro. Debe señalarse que todas las adquisiciones de deuda emitida por Administraciones Públicas corresponden a operaciones realizadas en el mercado secundario y nunca a suscripciones directas de emisiones.

9 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 vein-

ticinco 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 28 del balance).

A tenor de dicho acuerdo, en 2010 se pagaron 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 2010 de los créditos otorgados al Estado asciende a 4.081,98 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros

	2010	2009	Variación
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	976,26	1.171,51	-195,25
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	2.779,19	3.126,59	-347,40
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	326,53	367,35	-40,82
TOTAL	4.081,98	4.665,45	-583,47

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.

10 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA

Esta rúbrica recoge los importes correspondientes a los epígrafes que figuran a continuación:

En millones de euros

Tipo de activo	2010	2009	Variación
Participación en el capital del BCE	801,70	663,30	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	15.360,48	7.674,24	7.686,23
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	—	—	—
TOTAL	20.945,82	13.121,19	7.824,63

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 el 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 últi-

mos 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 bancos centrales nacionales de la zona del euro debían desembolsar el importe adicional de su participación en el capital en tres plazos anuales iguales. El primero de estos pagos tuvo lugar el 29 de diciembre de 2010, y los dos plazos restantes se harán efectivos a finales de 2011 y 2012, respectivamente.

Como resultado de dicha ampliación, el capital suscrito y el capital desembolsado de los bancos centrales nacionales es el siguiente:

En euros	Capital suscrito a 28 de diciembre de 2010	Capital desembolsado a 28 de diciembre de 2010	Capital suscrito a 29 de diciembre de 2010	Capital desembolsado a 29 de diciembre de 2010
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	139.730.384,68	139.730.384,68	261.010.384,68	180.157.051,35
Deutsche Bundesbank	1.090.912.027,43	1.090.912.027,43	2.037.777.027,43	1.406.533.694,10
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	63.983.566,24	63.983.566,24	119.518.566,24	82.495.232,91
Bank of Greece	113.191.059,06	113.191.059,06	211.436.059,06	145.939.392,39
Banco de España	478.364.575,51	478.364.575,51	893.564.575,51	616.764.575,51
Banque de France	819.233.899,48	819.233.899,48	1.530.293.899,48	1.056.253.899,48
Banca d'Italia	719.885.688,14	719.885.688,14	1.344.715.688,14	928.162.354,81
Central Bank of Cyprus	7.886.333,14	7.886.333,14	14.731.333,14	10.167.999,81
Banque Centrale du Luxembourg	10.063.859,75	10.063.859,75	18.798.859,75	12.975.526,42
Central Bank of Malta	3.640.732,32	3.640.732,32	6.800.732,32	4.694.065,65
De Nederlandsche Bank	229.746.339,12	229.746.339,12	429.156.339,12	296.216.339,12
Oesterreichische Nationalbank	111.854.587,70	111.854.587,70	208.939.587,70	144.216.254,37
Banco de Portugal	100.834.459,65	100.834.459,65	188.354.459,65	130.007.792,98
Banka Slovenije	18.941.025,10	18.941.025,10	35.381.025,10	24.421.025,10
Národná banka Slovenska	39.944.363,76	39.944.363,76	74.614.363,76	51.501.030,43
Suomen Pankki – Finlands Bank	72.232.820,48	72.232.820,48	134.927.820,48	93.131.153,81
Subtotal del grupo de BCN pertenecientes a la zona del euro	4.020.445.721,55	4.020.445.721,55	7.510.020.721,55	5.183.637.388,22
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	50.037.026,77	3.502.591,87	93.467.026,77	3.505.013,50
Česká Národní banka	83.368.161,57	5.835.771,31	155.728.161,57	5.839.806,06
Danmarks Nationalbank	85.459.278,39	5.982.149,49	159.634.278,39	5.986.285,44
Eesti Pank	10.311.567,80	721.809,75	19.261.567,80	722.308,79
Latvijas Banka	16.342.970,87	1.144.007,96	30.527.970,87	1.144.798,91
Lietuvos bankas	24.517.336,63	1.716.213,56	45.797.336,63	1.717.400,12
Magyar Nemzeti Bank	79.819.599,69	5.587.371,98	149.099.599,69	5.591.234,99
Narodowy Bank Polski	282.006.977,72	19.740.488,44	526.776.977,72	19.754.136,66
Banca Națională a României	141.971.278,46	9.937.989,49	265.196.278,46	9.944.860,44
Sveriges Riksbank	130.087.052,56	9.106.093,68	242.997.052,56	9.112.389,47
Bank of England	836.285.430,59	58.539.980,14	1.562.145.430,59	58.580.453,65
Subtotal del grupo de BCN no pertenecientes a la zona del euro	1.740.206.681,03	121.814.467,67	3.250.631.681,03	121.898.688,04
TOTAL (a)	5.760.652.402,58	4.142.260.189,22	10.760.652.402,58	5.305.536.076,26

a Debido al redondeo, los subtotales y los totales pueden no coincidir con la suma de las cifras que figuran en el cuadro.

Por lo que respecta al Banco de España, y como puede verse en el cuadro anterior, el capital suscrito ha pasado de 478,36 millones de euros a 893,56 millones de euros, equivalente al 8,3040 % del capital del BCE. Como se ha señalado anteriormente, el 29 de diciembre de 2010 tuvo lugar el pago del primer plazo de dicho incremento, por importe de 138,40 millones de euros. Con ello, el capital desembolsado por el Banco de España ha alcanzado los 616,76 millones.

En este epígrafe también se incluye la participación en el patrimonio neto del BCE. Su importe a 31 de diciembre de 2010 asciende a 184,94 millones de euros, importe pagado 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.

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 estas tienen 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. 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 15.360,48 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 2009 (7.686,23 millones) se explica por la disminución de los billetes puestos en circulación por el Banco de España durante 2010 (-5,0 %), en contraposición al incremento registrado en el conjunto del Eurosistema (crecimiento del 4,1 %), lo que ha dado lugar al mencionado aumento en el saldo de estas cuentas.

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 23 del balance).

11 INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL El saldo de este epígrafe ascendía, al cierre del ejercicio, a 254,61 millones de euros, de los que 593,17 millones correspondían a su coste y 338,56 a la amortización acumulada del mismo.

El detalle de los componentes de este epígrafe, con sus amortizaciones, figura en los cuadros siguientes:

En millones de euros

	2010	2009	Variación
INMOVILIZADO MATERIAL	485,85	470,11	15,74
Terrenos y solares	5,35	5,35	—
Edificios, construcciones y obras de remodelación	107,45	106,41	1,04
Instalaciones	171,72	162,67	9,05
Mobiliario y enseres	37,19	36,42	0,77
Máquinas de oficina no informáticas	48,20	47,59	0,61
Equipos para procesos de información	58,59	55,56	3,03
Elementos de transporte	8,52	8,67	-0,15
Fondo bibliográfico	5,59	5,01	0,57
Otro inmovilizado material	4,31	3,90	0,41
Patrimonio histórico-artístico	38,93	38,54	0,39
INMOVILIZADO INMATERIAL	60,42	53,03	7,39
Aplicaciones informáticas	60,36	52,97	7,39
Propiedad industrial	0,06	0,06	—
INMOVILIZADO EN CURSO	46,90	30,35	16,55
Edificios, instalaciones y otras construcciones en curso	24,45	20,28	4,17
Aplicaciones informáticas en curso	19,24	9,20	10,05
Otro inmovilizado en curso	3,21	0,87	2,34
TOTAL	593,17	553,49	39,68

En millones de euros

Amortización acumulada	2010	2009	Variación
INMOVILIZADO MATERIAL	-294,35	-274,75	-19,61
Edificios, construcciones y obras de remodelación	-35,25	-32,92	-2,34
Instalaciones	-130,42	-121,86	-8,56
Mobiliario y enseres	-25,41	-23,36	-2,05
Máquinas de oficina no informáticas	-40,28	-39,44	-0,83
Equipos para procesos de información	-49,59	-45,14	-4,44
Elementos de transporte	-6,84	-6,27	-0,56
Fondo bibliográfico	-2,89	-2,39	-0,50
Otro inmovilizado material	-3,67	-3,36	-0,31
INMOVILIZADO INMATERIAL	-44,21	-38,30	-5,91
Aplicaciones informáticas	-44,15	-38,24	-5,91
Propiedad industrial	-0,06	-0,06	—
TOTAL	-338,56	-313,04	-25,52

El incremento del inmovilizado durante el año 2010 se ha debido, fundamentalmente, al aumento de las inversiones en el desarrollo de determinadas aplicaciones informáticas, a las reformas llevadas a cabo en las dependencias de la planta principal del edificio tradicional de Cibeles y a la finalización de los trabajos de renovación de las instalaciones eléctricas y de climatización en los edificios de Madrid y en varias sucursales, así como a las diversas reformas llevadas a cabo en estos edificios¹².

¹² Las reformas de los edificios se contabilizan como mayor valor del inmovilizado cuando cumplen los criterios mencionados en el apartado «3.1 Normativa contable», relativo a los activos fijos materiales e inmateriales.

12 OTROS ACTIVOS
FINANCIEROS

En este epígrafe se incluyen inversiones financieras por importe de 47,18 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 3,26 millones de euros se debe al menor valor teórico contable de la mencionada sociedad.

13 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, como ocurre en este ejercicio, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «12.1» del pasivo (véase nota 25 del balance).

14 CUENTAS
DE PERIODIFICACIÓN DEL
ACTIVO Y GASTOS
ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 1.891,39 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

En millones de euros

	2010	2009	Variación
INTERESES DEVENGADOS EN LA ADQUISICIÓN DE VALORES E INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS PROCEDENTES DE VALORES	1.775,91	1.720,19	55,72
Cartera de negociación	584,13	813,46	-229,33
Denominados en moneda extranjera	9,89	8,89	1,00
Denominados en euros	574,23	804,56	-230,33
Cartera a vencimiento	859,56	848,17	11,39
Denominados en moneda extranjera	44,68	34,30	10,38
Denominados en euros	814,88	813,87	1,01
Cartera de política monetaria	332,22	58,56	273,66
OTROS INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS	112,01	402,72	-290,72
De la posición en el FMI	3,75	2,72	1,04
De operaciones <i>swap</i>	0,95	—	0,95
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	41,23	52,72	-11,49
De cuentas intra-Eurosistema por ajustes de billetes	38,86	19,66	19,20
De operaciones de política monetaria	27,14	324,73	-297,59
De préstamos de apoyo a la liquidez	—	2,02	-2,02
Otros	0,08	0,88	-0,80
COMISIONES A COBRAR NO VENCIDAS Y GASTOS ANTICIPADOS	3,47	3,21	0,26
TOTAL	1.891,39	2.126,12	-234,73

Como se observa en el cuadro anterior, las 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 (574,23 millones), a vencimiento (814,88 millones) y política monetaria (332,22 millones). En conjunto, estos intereses han experimentado un incremento con relación al año anterior de 55,72 millones. Por otro lado, los intereses devengados y no cobrados en operaciones de política monetaria han experimentado una importante disminución (297,59 millones de euros), debido al menor volumen de operaciones vivas a fin de año. También se han reducido los intereses a cobrar procedentes de los activos de contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE, debido a la menor rentabilidad media, mientras que los intereses devengados por las cuentas

intra-Eurosistema relacionados con el ajuste de billetes y la cuenta compensatoria han aumentado, como consecuencia del mayor saldo a remunerar.

- 15 OTROS ACTIVOS. DIVERSOS Los componentes más significativos de este epígrafe, cuyo importe total se eleva a 1.515,55 millones de euros, son el ingreso efectuado al Tesoro Público, el 1 de diciembre de 2010, de 1.316,49 millones de euros, equivalente al 70 % de los beneficios acumulados por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2010, corregidos según la evolución previsible de los resultados hasta final de ejercicio (véase la nota 15 de la cuenta de resultados), que supone una disminución de 390,18 millones con relación al equivalente del ejercicio anterior, y los préstamos y anticipos concedidos a los empleados del Banco, cuyo saldo asciende a 187,26 millones, con una disminución de 2,14 millones de euros con respecto a 2009.
- 16 BILLETES EN CIRCULACIÓN El saldo de billetes en circulación (91.917,98 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 10,9465 % 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 3.644,20 millones de euros respecto del año anterior, por el mayor volumen de billetes en euros en circulación en el Eurosistema.
- 17 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 26.964,03 millones de euros al cierre del ejercicio de 2010, experimentando una reducción respecto al ejercicio anterior de 8.124,99 millones. Esta disminución se ha debido a la reducción registrada en el saldo de las cuentas corrientes de las entidades (incluidas las reservas mínimas) y a la disminución de la facilidad de depósito.

Su desglose, así como los importes en ambos ejercicios, se reflejan en el siguiente cuadro:

Tipo de pasivo	2010	2009	Variación
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	19.950,00	24.736,02	-4.786,02
Facilidad de depósito	6.997,50	10.352,00	-3.354,50
Depósitos a plazo	—	—	—
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	16,53	1,00	15,53
TOTAL	26.964,03	35.089,02	-8.124,99

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 4.786,02 millones. En cuanto a su saldo medio, igualmente ha disminuido durante el ejercicio, pasando de 26.052,70 millones en 2009 a 25.383,94 millones en 2010.

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 también un

descenso, pasando de 10.352,00 millones en 2009 a 6.997,50 millones en 2010. No obstante, si lo que se analiza es el saldo medio, se observa un incremento (9.393,71 millones en 2010 frente a 7.535,94 millones en el ejercicio anterior).

Por lo que respecta a los depósitos a plazo fijo, al igual que en 2009, no presentan saldo a 31 de diciembre de 2010. Se trata de operaciones de ajuste (drenaje de liquidez) instrumentadas mediante depósitos. A lo largo de 2010 en el Eurosistema se efectuaron 45 operaciones de este tipo.

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 2010, el primero de ellos no presentaba saldo, manteniendo las entidades depósitos relativos a los ajustes de los márgenes de garantía por un importe igual a 16,53 millones de euros (1,00 millones en 2009).

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 9.336,63 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros

	2010	2009	Variación
Administración Central (Estado)	3.633,00	14.429,06	-10.796,06
Tesoro Público.— Cuenta corriente	300,01	305,25	
Otras Administraciones de la Administración Central del Estado y similares	3.332,98	14.123,81	
Administraciones Territoriales	355,48	960,17	-604,69
Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares	351,16	954,85	
Administración Local	4,32	5,32	
Administraciones de Seguridad Social	5.348,15	15.843,81	-10.495,66
Del Sistema de Seguridad Social	5.347,19	14.773,28	
Otras	0,96	1.070,54	
TOTAL	9.336,63	31.233,05	-21.896,42

La importante reducción de este epígrafe (21.896,42 millones de euros) se debió a los menores saldos mantenidos por las Administraciones de la Seguridad Social (10.495,66 millones), por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), incluido dentro de «Otras Administraciones de la Administración Central del Estado y similares» (8.718,93 millones) y, en menor medida, por la disminución de los saldos mantenidos por el Tesoro Público y las Administraciones Territoriales.

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 los Fondos 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 2010 era de 152,11 millones de euros, y su disminución en 1.340,41 millones de euros respecto al cierre de 2009 se debió, fundamentalmente, al

descenso de los saldos de las cuentas corrientes de Organismos Públicos del Estado (1.231,26 millones de euros).

- 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, 400,15 millones de euros, experimentó un incremento respecto del ejercicio anterior de 135,67 millones, principalmente por el aumento en los depósitos de los bancos centrales a los que se les prestan servicios de gestión de reservas.
- 21 PASIVOS EN MONEDA
EXTRANJERA CON NO
RESIDENTES EN LA ZONA
DEL EURO.—DEPÓSITOS
Y OTROS PASIVOS
- Recoge los saldos mantenidos en moneda extranjera por bancos centrales de fuera de la zona del euro, así como las operaciones de venta de valores con pacto de recompra. El saldo al cierre del ejercicio de 2010 asciende a 0,76 millones de euros, 0,06 millones más que a fin de 2009, como consecuencia del incremento experimentado por los depósitos constituidos en dólares USA por las mencionadas entidades.
- 22 CONTRAPARTIDA
DE LOS DERECHOS
ESPECIALES DE GIRO
ASIGNADOS POR EL FMI
- Con un importe de 3.272,05 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España por el FMI. El importe total de esta rúbrica ha experimentado un aumento de 193,97 millones de euros respecto del año anterior, debido a la variación del tipo de cambio.
- 23 CUENTAS INTRA-
EUROSISTEMA
- Esta rúbrica, que a 31 de diciembre de 2010 presenta un saldo de 50.864,34 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 2010, 50.864,34 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 bancos centrales nacionales 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 a la cartera de valores adquiridos por el BCE conforme al programa para los mercados de valores.
- Con respecto al primer componente, el saldo al cierre del ejercicio de las transferencias realizadas a través de TARGET2 es acreedor, ascendiendo a 50.922,53 millones, mientras que las cuentas de corresponsalía presentan un saldo deudor de 0,15 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.
- 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 58,05 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 valores adquiridos conforme al programa para los mercados

de valores, de acuerdo con la Decisión del Banco Central Europeo de 25 de noviembre de 2010 (BCE/2010/24), el Consejo de Gobierno del BCE puede decidir, antes de final de ejercicio, que no se distribuyan, en todo o en parte, estos ingresos (véase «Billetes en circulación» en el apartado «3.1 Normativa contable»). En 2010, el Consejo ha acordado no repartir los ingresos obtenidos por estos conceptos.

24 PARTIDAS EN CURSO DE LIQUIDACIÓN

Recoge diversas partidas que a 31 de diciembre de 2010 se encuentran en curso de liquidación, tales como órdenes de transferencia pendientes de ejecución o transferencias expedidas a entidades de depósito pendientes de reembolso.

De los 138,39 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica al cierre del ejercicio 2010, 125,69 corresponden a transferencias que se expiden para cuentas abiertas en otras entidades, estando pendiente de realizar su abono a las mismas.

25 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, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «11.4» del activo. Su saldo acreedor al final del presente ejercicio, de 30,43 millones de euros, es el valor neto de las operaciones a plazo y *swaps* vivas a esa fecha, que se muestran a continuación:

Operación	Posición	Clase de moneda	2010		2009		
			Importe en divisas (millones)	Cambio de mercado	Contravalor en millones de euros	Contravalor en millones de euros	
SWAP	DEUDORA	EUR	2.888,29	1,0000	2.888,29	170,00	
		CHF	—	1,2504	—	157,34	
	ACREEDORA	EUR	—	1,0000	—	170,00	
		CHF	—	1,2504	—	157,34	
		USD	3.900,00	1,3362	2.918,72	—	
PLAZO	DEUDORA	EUR	—	1,0000	—	2.627,54	
	ACREEDORA	USD	—	1,3362	—	2.707,21	
POSICIÓN NETA						30,43	79,67

A fin de ejercicio únicamente se encuentran pendientes de vencimiento operaciones *swaps* de euros contra dólares USA.

Con respecto a las operaciones excepcionales de inyección de liquidez instrumentadas a través de *swaps*, que en ejercicios anteriores habían alcanzado un volumen importante, es preciso señalar que el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en enero de 2010, de acuerdo con los bancos centrales implicados, la finalización de estas operaciones en vista de la menor demanda y de las mejoras experimentadas en el funcionamiento de los mercados financieros. Sin embargo, a mediados de 2010, el BCE acordó prolongar los acuerdos de provisión de liquidez (línea *swap*) con la Reserva Federal hasta el 1 de agosto de 2011 como respuesta a la reaparición de tensiones en la financiación a corto plazo en dólares estadounidenses en los mercados europeos. No obstante, las entidades españolas no participaron en este tipo de operaciones.

26 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 2010, su saldo asciende a 80,96 millones de euros, siendo la partida más significativa la de intereses a pagar no vencidos (74,24 millones de euros). El incre-

mento experimentado por esta partida en 2010 (12,30 millones) es consecuencia, esencialmente, de los mayores intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema por operaciones TARGET2 (13,84 millones) y de los intereses devengados por las reservas mínimas mantenidas por las entidades de crédito (2,02 millones) que se encuentran pendientes de pago a fin de ejercicio. Estos incrementos quedan compensados, en parte, con la disminución en los intereses a pagar por la remuneración de las cuentas del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (2,28 millones) y de la Seguridad Social (1,22 millones).

27 OTROS PASIVOS.—
DIVERSOS

Recoge otras cuentas pasivas que no tienen cabida en los apartados anteriores.

A 31 de diciembre de 2010 su saldo era de 188,84 millones (38,35 millones menos que en 2009), siendo la partida más relevante de este epígrafe la correspondiente a «Mutualidad de empleados del Banco de España.—Aportaciones a pagar» (72,51 millones). Su variación más significativa está relacionada con la reducción en 46,96 millones en dicha deuda con la Mutualidad de Empleados.

28 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

	2010	2009	Variación
Para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés	3.957,27	3.808,71	148,57
Para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	786,25	734,01	52,23
Para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria del Eurosistema	239,07	434,49	-195,42
Para la cobertura del riesgo de crédito	336,20	168,91	167,29
Para la cobertura del riesgo operacional patrimonial	22,86	22,86	—
Para el canje de billetes de peseta retirados	50,46	17,70	32,76
Para pagos a prejubilados y jubilados	25,85	33,05	-7,20
Para socorro por fallecimiento y jubilación	59,70	72,47	-12,77
Para riesgos y gastos diversos	1,15	19,84	-18,69
TOTAL	5.478,81	5.312,04	166,77

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 2010 asciende a 3.957,27 millones de euros, 148,57 millones más que en 2009 (véase nota 5 de la cuenta de resultados).

El saldo de esta provisión se revisa con carácter anual, de acuerdo con la valoración que realiza el Banco de España de su exposición a los riesgos mencionados mediante la metodología de valor en riesgo. Dicha evaluación tiene en cuenta, además de esa valoración, una serie de factores, entre los que se incluyen los resultados estimados para el próximo año y la evolución prevista de los activos de riesgo u otros que las circunstancias aconsejen contemplar. En este sentido la Comisión Ejecutiva, en sesiones de 30 de diciembre de

2009 y de 2 de febrero de 2011, 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 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 9 del balance), determinándose su saldo por diferencia entre el valor nominal y el valor actual de mercado de los mismos. A 31 de diciembre de 2010 su saldo ascendía a 786,25 millones de euros, con un incremento de 52,23 millones respecto al ejercicio anterior.

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 establecer en 2008 un fondo por importe de 5.736,00 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, este fondo debe financiarse con cargo a 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 del importe del fondo, que se redujo a 434,49 millones a fin de 2009. El Consejo de Gobierno del BCE, en su sesión de 4 de febrero de 2011, ha revisado la adecuación del volumen de esta provisión con efectos a 31 de diciembre de 2010 y ha decidido reducirla de 4.011 a 2.207 millones de euros. Como consecuencia de ello, al Banco de España le corresponde una provisión de 239,07 millones, por lo cual se ha liberado parte de la misma por valor de 195,42 millones (véase nota 8 de la cuenta de resultados).

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, en 2010 se ha procedido a dotar la mencionada provisión por 167,29 millones de euros, alcanzando un saldo a fin de ejercicio de 336,20 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. Una vez efectuado este ejercicio, el oportuno análisis sobre la adecuación de su importe, se ha concluido que esta mantenga un saldo de 22,86 millones de euros, igual que el del ejercicio anterior.

Provisión para el canje de billetes en pesetas, retirados de la circulación con motivo de la introducción del euro

Esta provisión se dotó inicialmente en 2005 con objeto de atender el canje de los billetes de 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 48,31 millones.

Otras provisiones

En este ejercicio han tenido lugar disminuciones en la provisión para pagos a prejubilados y jubilados como consecuencia de la aplicación de la misma a su finalidad (7,20 millones) y en la provisión para la cobertura de riesgos y gastos diversos (18,69 millones).

29 CUENTAS
DE REVALORIZACIÓN

Esta rúbrica incluye las revalorizaciones procedentes de plusvalías no realizadas en activos y pasivos financieros valorados a precios y tipos de cambio de mercado a fin de año. Su detalle es el siguiente:

En millones de euros

Clase de cuenta	2010	2009	Variación
Oro	8.705,06	6.087,88	2.617,18
Divisas	468,33	0,25	468,09
Valores (cartera de negociación)	83,73	911,31	-827,58
Emitidos en moneda extranjera por no residentes en la zona del euro	40,79	34,67	6,12
Emitidos en euros por no residentes en la zona del euro	—	2,85	-2,85
Emitidos en euros por residentes en la zona del euro	42,94	873,79	-830,85
Otros	17,47	20,72	-3,25
TOTAL	9.274,59	7.020,16	2.254,43

Las cuentas de revalorización presentan un saldo a fin de 2010 de 9.274,59 millones de euros, con un aumento de 2.254,43 millones respecto a 2009. La variación más importante ha tenido lugar en el oro, cuyas plusvalías no realizadas aumentaron 2.617,18 millones como consecuencia del aumento de su precio de mercado (ha pasado de 766,35 euros el 31 de diciembre de 2009 a 1.055,42 euros por onza el 31 de diciembre de 2010). Su saldo a 31 de diciembre de 2010 es de 8.705,06 millones.

En relación con los valores de renta fija de la cartera de negociación, se ha producido una reducción en las plusvalías no realizadas, correspondiente fundamentalmente a los valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro (830,85 millones), fruto de la variación del precio de los mismos debido a la evolución de los tipos de interés. Esta disminución ha sido compensada, mínimamente, por el incremento registrado en los valores en moneda extranjera emitidos por no residentes en la zona del euro (6,12 millones).

Por lo que respecta a las cuentas de revalorización por tipo de cambio de las divisas, las plusvalías no realizadas han aumentado 468,09 millones, debido fundamentalmente a la apreciación del tipo de cambio del dólar USA y del DEG frente al euro (405,78 millones y 62,19 millones, respectivamente).

30 CAPITAL

A 31 de diciembre de 2010, 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.

31 RESERVAS

A 31 de diciembre de 2010, las reservas del Banco de España ascienden a 950 millones de euros. Este saldo es inferior en 50 millones al del ejercicio anterior, como consecuencia de la dotación a la provisión para el canje de billetes en pesetas retirados de la circulación con motivo de la introducción del euro por dicho importe, efectuada con cargo a reservas (véase nota 28 del balance).

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, en aplicación de las disposiciones citadas en la nota anterior.

32 BENEFICIO DEL EJERCICIO

El beneficio neto del ejercicio 2010, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (25,96 millones de euros), ha ascendido a 2.570,00 millones de euros, inferior en un 3,9 % al de 2009. Del citado importe, 1.316,49 millones fueron ingresados en el Tesoro el 1 de diciembre de 2010, 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»).

A lo largo del ejercicio, también se ingresaron en el Tesoro las cantidades que se citan a continuación, correspondientes a los beneficios de 2009:

- a) El día 1 de marzo de 2010, 699,19 millones de euros, para alcanzar, junto con el ingreso realizado en diciembre de 2009, el 90 % de los beneficios de dicho año, que ascendieron a 2.673,18 millones de euros.
- b) El día 13 de agosto de 2010, una vez aprobados por el Consejo de Ministros el balance y la cuenta de resultados del año 2009, 267,32 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2010 y las causas de su variación frente a los de 2009 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 y porcentaje

	Ingresos por intereses			Inversión media 2010	Rentabilidad media 2010
	2010	2009	Variación		
MONEDA EXTRANJERA	285,15	305,63	-20,48	12.702,47	2,2
Valores	266,38	255,82	10,56	8.096,64	3,2
Depósitos y otros activos	18,74	18,33	0,42	4.605,83	0,4
Operaciones excepcionales de inyección de liquidez	0,02	31,48	-31,45		
EUROS	4.165,42	4.364,23	-198,80	202.799,46	2,0
Valores	2.978,79	2.945,21	33,58	86.990,00	3,4
Operaciones de política monetaria	1.006,76	1.280,53	-273,77	99.291,50	1,0
Cuentas intra-Eurosistema	160,19	104,18	56,00	16.517,95	1,0
Activo contrapartida de las reservas transferidas al BCE	41,23	52,72	-11,49	4.783,65	0,9
Activos relacionados con la asignación de billetes	118,96	51,46	67,50	11.732,79	1,0
Saldo neto deudor de otras cuentas intra-Eurosistema	—	—	—	1,51	
Otros activos	19,68	34,30	-14,62	—	
TOTAL	4.450,57	4.669,85	-219,28	215.501,93	2,0

Los ingresos por intereses han experimentado una disminución de 219,28 millones en el ejercicio 2010 respecto a 2009. La mencionada reducción es resultado, principalmente, de una disminución de 198,80 millones en el rendimiento de las inversiones en euros y, en menor medida, de la reducción de los ingresos procedentes de las inversiones en moneda extranjera (20,48 millones).

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera (285,15 millones de euros), 266,38 millones proceden de los valores de renta fija en dólares USA; 18,74 millones, de depósitos y otros activos, y 0,02, de operaciones excepcionales de inyección de liquidez, las cuales han generado gastos por el mismo importe. Los intereses de la mencionada cartera en dólares han aumentado en 10,56 millones de euros, y los correspondientes a depósitos y otros activos lo han hecho en 0,42 millones; por el contrario, los intereses de las operaciones excepcionales de inyección de liquidez han disminuido de forma muy importante (31,45 millones), dado el escaso volumen de estas operaciones en 2010. En conjunto, la rentabilidad media de la inversión en moneda extranjera ha sido del 2,2 % en 2010, frente al 3,0 % en 2009.

Los ingresos por intereses en euros (4.165,42 millones) proceden, fundamentalmente, de las carteras de valores (2.978,79 millones, con un incremento de 33,58 millones), de las operaciones de política monetaria (1.006,76 millones, con una reducción de 273,77 millones) y de las cuentas intra-Eurosistema (160,19 millones, con un aumento de 56,00 millones).

Respecto a la variación experimentada frente al ejercicio anterior, la causa principal que explica la disminución de los ingresos en euros en 198,80 millones es la menor rentabilidad media obtenida este ejercicio (ha pasado del 2,5 % en 2009 al 2,0 % en 2010), compensada en parte con un incremento del saldo medio de los activos mencionados (ha pasado de 171.070,37 millones de euros en 2009 a 202.799,46 millones en 2010).

En concreto, si se analiza la inversión media realizada, destaca el importante aumento registrado en las operaciones de política monetaria (99.291,50 millones en 2010, frente a

80.937,90 millones en 2009), derivado de la mayor financiación solicitada por las entidades financieras españolas al BCE. También han aumentado los activos relacionados con la asignación de billetes, que han pasado de 4.533,66 millones en 2009 a 11.732,79 millones en 2010, como consecuencia de la evolución de los billetes puestos en circulación (-5,0% en España, frente al 4,1% en el conjunto del Eurosistema). Por lo que respecta a la inversión en valores, ha registrado un incremento de 6.174,84 millones (7,6%), básicamente en la cartera de política monetaria. En relación con esta cartera, hay que señalar que en mayo de 2010 comenzaron las compras en el marco del programa para los mercados de valores, mientras que el programa de adquisiciones de bonos garantizados se dio por concluido en junio de dicho ejercicio.

2 GASTOS POR INTERESES

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación, con el detalle siguiente:

En millones de euros y porcentaje

	Gastos por intereses			Financiación media 2010	Coste medio 2010
	2010	2009	Variación		
MONEDA EXTRANJERA	10,02	35,19	-25,17	3.115,88	0,3
Operaciones <i>swap</i> y a plazo	0,51	—	0,51		
Operaciones excepcionales de inyección de liquidez	0,02	31,48	-31,45		
Otros pasivos	9,48	3,72	5,77	3.115,88	0,3
EUROS	1.030,37	970,10	60,27	119.475,45	0,9
Remuneración de las reservas mínimas	256,30	333,08	-76,79	25.383,94	1,0
Facilidad de depósito	23,81	59,06	-35,25	9.393,71	0,2
Depósitos a plazo fijo	8,64	5,32	3,32	1.659,37	0,5
Depósitos de Administraciones Públicas	122,86	147,96	-25,10	22.135,39	0,6
Saldo neto acreedor de otras cuentas intra-Eurosistema	617,49	422,02	195,47	60.903,05	1,0
Otros pasivos en euros	1,28	2,65	-1,37		
TOTAL	1.040,39	1.005,29	35,10	122.591,33	0,8

En conjunto, los gastos por intereses han aumentado en 35,10 millones de euros en 2010, como consecuencia de un aumento de los gastos correspondientes a pasivos denominados en euros (60,27 millones) y una disminución de los gastos por intereses en moneda extranjera (25,17 millones de euros).

De los gastos por intereses en euros (1.030,37 millones de euros), 617,49 millones corresponden a la remuneración de otras cuentas intra-Eurosistema (TARGET2); 256,30 millones, a la remuneración de las reservas mínimas; 122,86 millones, a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas, y el resto, a la remuneración de la facilidad de depósito, depósitos a plazo fijo (operaciones de ajuste) y otros pasivos en euros.

El aumento registrado en los gastos en euros (60,27 millones de euros) ha sido consecuencia, fundamentalmente, del mayor saldo medio de los mencionados pasivos, que ha pasado de 87.617,81 millones de euros en 2009 a 119.475,45 millones en 2010, compen-

sado en parte por el menor coste medio al que se han remunerado, que ha pasado del 1,1 % en 2009 al 0,9 % en este ejercicio.

Respecto al saldo neto acreedor de las cuentas intra-Eurosistema por operaciones realizadas a través de TARGET2, el gasto por intereses se ha incrementado en 195,47 millones de euros debido a que su saldo medio ha aumentado considerablemente respecto al de 2009, pasando de 33.514,58 millones a 60.903,05 millones en 2010, compensado en parte por la reducción del coste medio (1,0 % en 2010, frente al 1,2 % en 2009).

Por su parte, los gastos por intereses en moneda extranjera (10,02 millones de euros) corresponden casi exclusivamente a los DEG asignados (9,48 millones), ya que en 2010 el volumen de las operaciones excepcionales de inyección de liquidez ha sido muy reducido, generando unos gastos de tan solo 0,02 millones de euros (31,48 millones en 2009).

3 GANANCIAS/PÉRDIDAS
REALIZADAS PROCEDENTES
DE OPERACIONES
FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio 2010 las ganancias netas por este concepto han ascendido a 366,04 millones de euros, procedentes de las siguientes fuentes:

En millones de euros

	2010	2009	Variación
MONEDA EXTRANJERA	47,45	-120,27	167,71
Venta de oro	—	—	—
Venta de divisas (por tipo de cambio)	31,39	-169,57	200,96
Venta de valores (por precio)	14,85	49,53	-34,68
Otras ganancias/pérdidas	1,20	-0,23	1,43
EUROS	318,59	228,81	89,78
Venta de valores (por precio)	318,59	228,81	89,78
TOTAL	366,04	108,54	257,50

Con respecto al ejercicio anterior, el importe total registrado en 2010 ha aumentado en 257,50 millones, debido a las ganancias en venta de divisas frente a las pérdidas registradas en 2009, fundamentalmente en dólares USA (185,74 millones) y DEG (14,51 millones), así como a las mayores ganancias obtenidas en venta de valores de renta fija denominados en euros (89,78 millones). Ambos incrementos han sido compensados, en parte, por los menores beneficios en venta de valores denominados en dólares USA (34,68 millones).

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

	2010	2009	Variación
MONEDA EXTRANJERA	2,97	179,01	-176,04
En divisas (por tipo de cambio)	0,05	175,57	-175,52
En valores (por precio)	2,92	3,44	-0,52
EUROS	790,92	14,11	776,81
En valores (por precio)	790,92	14,11	776,81
TOTAL	793,89	193,12	600,77

Las minusvalías no realizadas registradas en el ejercicio 2010 han ascendido a 793,89 millones de euros, de las que la mayor parte corresponden a las inversiones en valores de renta fija denominados en euros de la cartera de negociación (790,92 millones) como consecuencia de la evolución negativa del precio de parte de los valores incluidos en esta cartera. Con respecto a 2009, son estas elevadas minusvalías las que explican el incremento registrado, puesto que en el ejercicio anterior ascendieron a 14,11 millones. Asimismo, cabe destacar la disminución de las minusvalías no realizadas por tipo de cambio en divisas (175,52 millones de euros), al no presentar minusvalías, a fin de 2010, ni el dólar USA ni el DEG.

5 DOTACIONES Y EXCESOS DE PROVISIÓN POR RIESGOS DE TIPO DE CAMBIO, PRECIO Y CRÉDITO

En millones de euros

	2010	2009	Variación
Dotación de provisión	-1.109,75	-1.066,82	-42,93
Riesgo de tipo de cambio y de tipo de interés	-942,46	-897,91	-44,55
Riesgo de crédito	-167,29	-168,91	1,62
Aplicación de provisión por riesgo de tipo de cambio y de tipo de interés	793,89	193,12	600,77
Dotación/exceso de provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	-92,10	185,56	-277,66
TOTAL	-407,96	-688,14	280,19

Recoge, por un lado, la aplicación a su finalidad por 793,89 millones de euros de la provisión por riesgos de tipo de cambio y tipo de interés para cubrir las minusvalías registradas a fin de 2010 y, por otro lado, la dotación a la misma de 942,46 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 10 de febrero de 2011.

Este epígrafe incluye también la dotación a la provisión para la cobertura de riesgo de crédito, que en este ejercicio ha ascendido a 167,29 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 2010 una variación negativa de 277,66 millones respecto a 2009, debido a que en este ejercicio se han dotado 92,10 millones, frente a la recuperación de 185,56 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

	2010	2009	Variación
1 Ingresos por honorarios y comisiones	20,07	23,77	-3,70
Operaciones exteriores	0,03	0,02	0,01
Operaciones interiores	20,05	23,76	-3,71
2 Gastos por honorarios y comisiones	11,12	13,20	-2,08
Operaciones exteriores	3,06	2,96	0,09
Operaciones interiores	8,06	10,24	-2,17
INGRESOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES (1 - 2)	8,95	10,57	-1,62

Los ingresos netos por honorarios y comisiones registrados en 2010 (8,95 millones de euros) han sido inferiores a los registrados en 2009 en 1,62 millones. Esta variación está relacionada, básicamente, con los menores ingresos por honorarios obtenidos por operaciones con valores, así como con el menor importe de las comisiones cobradas por el Banco de España a los titulares de cuentas directas. Estos menores ingresos se han visto compensados parcialmente por los menores gastos por comisiones pagadas por operaciones con valores realizadas a través del Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

7 DIVIDENDOS Y OTROS
INGRESOS DE ACCIONES
Y PARTICIPACIONES

Esta rúbrica incluye la participación del Banco de España en los beneficios ordinarios, ingresos por señoreaje e ingresos generados por la cartera del BCE derivada del programa para los mercados de valores, así como los dividendos procedentes de otras acciones y participaciones.

Del total del importe registrado (191,04 millones de euros), 174,43 millones proceden del dividendo ordinario del BCE, 8,80 millones corresponden a dividendos por la participación en Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA (BME), y 7,81 millones a la participación en organismos internacionales (Banco de Pagos Internacionales).

En 2010, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido no distribuir entre los BCN del Eurosistema los ingresos correspondientes al señoreaje de sus billetes, ni tampoco los generados por su cartera de valores comprada en el marco del programa para los mercados de valores, sino retenerlos para dotar la provisión para la cobertura de riesgos por tipo de cambio, tipo de interés, crédito y precio del oro.

Con respecto al ejercicio anterior, el importe registrado en 2010 ha aumentado en 73,10 millones de euros, básicamente por el mayor dividendo ordinario distribuido por el BCE este ejercicio (correspondiente al año anterior), compensado en parte por la mencionada ausencia de dividendo del BCE derivado del señoreaje (93,66 millones correspondieron al Banco de España por este concepto en 2009).

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 netos 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 netos 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 al importe de la misma el tipo de interés marginal más reciente aplicado a las operaciones principales de financiación.

En el siguiente cuadro se muestra su detalle en los ejercicios 2010 y 2009:

En millones de euros

	2010	2009	Variación
Ingresos monetarios puestos en común	-1.177,53	-1.349,81	172,28
Ingresos monetarios asignados	1.235,58	1.356,94	-121,36
Dotación a la provisión por operaciones de política monetaria y pérdidas del BCE	195,42	186,86	8,56
TOTAL	253,47	193,99	59,48

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 2010, que ascienden a 1.177,53 millones de euros, y los asignados, que ascienden a 1.236,86 millones de euros, equivale a una asignación neta de 59,34 millones de euros. De dicha asignación neta hay que deducir 1,29 millones por la participación del Banco de España en las pérdidas realizadas en operaciones de política monetaria del Eurosistema (gastos de servicios profesionales de consultoría y auditoría por parte de expertos independientes, así como la liquidación de las pérdidas definitivas derivadas de la insolvencia de Indover Bank). En comparación con 2009, se ha producido una variación neta positiva de estos resultados de 50,92 millones de euros.

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 4 de febrero de 2011, los importes correspondientes a cada BCN. De acuerdo con ello, el Banco de España ha procedido a liberar parte de la provisión constituida (195,42 millones, de un total de 434,49 millones), lo que ha supuesto una variación del resultado de 8,56 millones (en 2009 se liberaron 186,86 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

	2010	2009	Variación
Resultados extraordinarios	0,35	2,36	-2,01
Mutualidad de Empleados	-13,14	-17,80	4,65
Diversos	1,23	2,51	-1,28
TOTAL	-11,56	-12,93	1,36

Como puede observarse, este epígrafe ha registrado un quebranto neto de 11,56 millones, 1,36 millones menos que en el ejercicio anterior, fundamentalmente por la reducción del principal de la deuda con la Mutualidad de Empleados, que ha generado unos gastos menores, de 4,65 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

	2010	2009	Variación	(%)
Gastos brutos de personal	230,86	233,04	-2,17	-0,9
Haber y emolumentos	174,12	177,84	-3,71	-2,1
Cuotas seguros sociales	32,27	32,09	0,18	0,5
Acción social	18,01	17,05	0,96	5,6
Plan de Pensiones	6,46	6,05	0,41	6,7
Recuperación de gastos de personal por activación de aplicaciones informáticas	-2,47	-2,07	-0,39	18,9
TOTAL	228,40	230,96	-2,56	-1,1

Su importe ha pasado de 230,96 millones de euros en 2009 a 228,40 millones en 2010, con un descenso de 2,56 millones de euros (1,1 %). El motivo principal que explica este descenso es la reducción salarial derivada de la aplicación, a partir del mes de junio, del Real Decreto Ley 8/2010, de medidas extraordinarias para la reducción del déficit público, compensado en parte por los mayores gastos en contrataciones temporales (2,55 millones), donde incidieron los relacionados fundamentalmente con el desarrollo de proyectos para el Eurosistema, así como una serie de factores de muy diversa índole (deslizamientos por promociones, incrementos en las cotizaciones sociales, asistencia médico-farmacéutica, Plan de Pensiones, etc.).

En el cuadro siguiente se detalla la evolución de la plantilla y el personal contratado, en términos del número medio de empleados:

	2010	2009	Variación	%
Número medio de personas empleadas	2.733,2	2.745,8	-12,6	-0,5
1 Plantilla fija	2.488,7	2.570,9	-82,2	-3,2
Grupo directivo	1.485,9	1.476,2	9,7	0,7
Grupo administrativo	816,5	886,3	-69,8	-7,9
Resto	186,3	208,4	-22,2	-10,6
2 Personal contratado	244,5	174,9	69,6	39,8
Grupo directivo	131,2	107,8	23,4	21,7
Grupo administrativo	101,1	59,8	41,3	69,0
Resto	12,3	7,4	4,9	65,5

Al 31 de diciembre de 2010, la plantilla total del Banco ascendía a 2.709 empleados, con un descenso de 18 efectivos respecto a la misma fecha del año anterior, como consecuencia del menor número de empleados fijos (ha pasado de 2.545 empleados a 31 de diciembre de 2009 a 2.432 a 31 de diciembre de 2010), compensado en parte por un importante aumento en el número de contrataciones temporales (95 efectivos) por los motivos comentados anteriormente. En cuanto a la composición de la plantilla por sexos, hay que destacar el aumento del número de mujeres en 47 efectivos, lo que, junto a la disminución del número de hombres en 65, hace que el porcentaje de mujeres alcance el 40 % del total de la plantilla del Banco.

11 GASTOS EN BIENES Y SERVICIOS

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como de servicios diversos recibidos durante el ejercicio, según el siguiente detalle:

En millones de euros y porcentaje

	2010	2009	Variación	%
Gastos brutos en bienes y servicios	123,44	123,81	-0,37	-0,3
Alquileres y mantenimientos	33,03	32,32	0,71	2,2
Materiales y suministros	11,10	10,97	0,13	1,2
Servicios externos	62,76	64,08	-1,32	-2,1
Formación, promoción y selección	4,02	3,20	0,81	25,4
Gastos diversos de funcionamiento	12,53	13,23	-0,70	-5,3
Recuperación de gastos en bienes y servicios por activación de aplicaciones informáticas	-5,61	-2,30	-3,31	143,9
TOTAL	117,83	121,51	-3,68	-3,0

Como puede observarse en el cuadro anterior, en 2010 los gastos más relevantes han sido los de servicios externos (62,76 millones de euros), principalmente por la contratación de servicios informáticos (38,11 millones de euros), y los de alquileres y mantenimientos (33,03 millones), cuyas partidas más importantes han sido alquiler y mantenimiento de equipos y programas informáticos (15,12 millones) y de inmuebles (12,05 millones).

En 2010 se han registrado unos menores gastos en bienes y servicios (3,68 millones de euros). Este descenso está motivado fundamentalmente por la mayor recuperación de gastos por activación de aplicaciones informáticas (3,31 millones de euros) y por la disminución de los gastos en servicios externos (1,32 millones), debido en su mayor parte al menor gasto en contratación de servicios informáticos (1,07 millones).

Dentro de «Servicios externos» se incluyen 139.164,25 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos, Deloitte, SL, por la realización, en 2010, 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, 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 se ha satisfecho cantidad alguna a empresas tales.

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

	2010	2009	Variación	%
Amortización de edificios, construcciones y obras de remodelación	2,33	2,27	0,06	2,4
Amortización de instalaciones	8,32	7,25	1,07	14,8
Amortización de mobiliario y enseres	2,07	1,94	0,12	6,2
Amortización de máquinas de oficina no informáticas	1,98	1,79	0,19	10,7
Amortización de equipos para procesos de información	5,18	5,31	-0,13	-2,4
Amortización de elementos de transporte	0,71	0,83	-0,12	-13,9
Amortización de otro inmovilizado material	0,30	0,26	0,05	18,3
Amortización del fondo bibliográfico	0,54	0,51	0,03	5,0
Amortización de aplicaciones informáticas	5,90	5,42	0,49	9,0
TOTAL	27,34	25,58	1,76	6,9

13 COSTES DE PRODUCCIÓN DE BILLETES Su importe (61,71 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. La disminución respecto al ejercicio anterior (9,74 millones de euros) se ha debido a que, a pesar del incremento en el coste derivado del aumento del IVA, en 2010 ha descendido el volumen comprado de billetes de 50€ y 20€, con un coste unitario mayor, al tiempo que se ha comprado un importante volumen de billetes de 5€, con un menor coste unitario (en 2009 no se adquirieron billetes de esta denominación).

14 DOTACIONES Y APLICACIONES A OTROS FONDOS Y PROVISIONES El saldo neto de la dotación y aplicación a otros fondos y provisiones en 2010 ha ascendido a 7,73 millones de euros, frente a 75,89 millones en 2009. Este descenso (68,16 millones) se deriva, fundamentalmente, de la reducción de la provisión para riesgos y gastos diversos por 17,74 millones de euros, correspondientes, en su mayor parte, a litigios finalizados en este ejercicio a favor del Banco (en 2009 se dotó por un importe de 17,61 millones), así como a la actualización de la provisión para socorros por fallecimiento y jubilación a los que se refiere el artículo 190 del RTBE, que ha supuesto un abono a la cuenta de resultados de 5,33 millones de euros. Este epígrafe recoge también la dotación y aplicación de la provisión para la cobertura del riesgo operacional patrimonial, que en 2010 se ha utilizado para cubrir las pérdidas por riesgo operacional (0,03 millones), y que se ha restituido para que su saldo alcance el nivel acordado de 22,86 millones. Por su parte, la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales ha ascendido a 25,96 millones (27,00 millones dotados en 2009).

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 al 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 2010, que se efectuó el pasado 1 de diciembre de 2010, fue de 1.316,49 millones de euros¹³.

Una vez cerrado el ejercicio, teniendo en cuenta que el beneficio provisional asciende a 2.570,00 millones de euros y que el 90 % de los beneficios supone 2.313,00 millones de euros, el ingreso que se efectuó al Tesoro el 1 de marzo de 2011 ascendió a 996,51 millones de euros.

A continuación se detallan las entregas al Tesoro Público correspondientes a los beneficios de 2010:

¹³ 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 802,77 millones de euros. Por tanto, de la cifra de resultados del Banco de España a 30 de septiembre, que ascendía a 2.683,47 millones, se dedujo dicho importe, resultando un beneficio de 1.880,70 millones; se le ingresó al Tesoro el 70 % del mismo.

En millones de euros

1 Beneficios totales del ejercicio 2010	2.570,00
2 Ingresos efectuados al Tesoro Público	2.313,00
El 1.12.2010	1.316,49
El 1.3.2011, por la diferencia con el importe anterior, para alcanzar el 90% de los beneficios a 31.12.2010	996,51
3 Beneficios pendientes de ingreso en el Tesoro Público	257,00
Cuando se aprueben las cuentas de 2010	257,00

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	Total
A) SALDOS AL INICIO DEL EJERCICIO 2010	1.000,00	1.000,00	7.020,16	966,51	5.312,04	15.298,72
1 Plusvalías netas no reconocidas en pérdidas y ganancias			2.254,43			2.254,43
En oro			2.617,18			2.617,18
En divisas			468,09			468,09
En valores			-827,58			-827,58
Otras			-3,25			-3,25
2 Resultado neto del ejercicio 2010				2.570,00		2.570,00
3 Variación de las provisiones		-50,00			166,77	116,77
4 Aplicación de resultados				-2.283,00		-2.283,00
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2009				-966,51		-966,51
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2010				-1.316,49		-1.316,49
B) CAMBIOS OCURRIDOS EN EL EJERCICIO B = 1 + 2 + 3 + 4	—	-50,00	2.254,43	287,00	166,77	2.658,19
C) SALDOS AL FINAL DEL EJERCICIO 2010 C = A + B	1.000,00	950,00	9.274,59	1.253,51	5.478,81	17.956,91

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 28 del balance), cuentas de revalorización (nota 29 del balance), capital (nota 30 del balance), reservas (nota 31 del balance) y beneficio del ejercicio (nota 32 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 Aportaciones efectuadas por el Banco a los Fondos de Garantía de Depósitos

La aportación del Banco de España a los Fondos de Garantía de Depósitos está regulada por el artículo 3 del Real Decreto 18/1982, según redacción dada por la disposición adicional séptima del Real Decreto Ley 12/1995, de 28 de diciembre, y por el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, que desarrolla el régimen jurídico de los citados Fondos.

El mencionado Real Decreto Ley estableció que los Fondos de Garantía de Depósitos, solo excepcionalmente, «podrán nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2010, el Banco de España no hizo aportación alguna a estos Fondos.

4.2 Lucro cesante

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 2010, 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 2010	Tipo de interés percibido (%)	Tipo de interés de referencia (%)	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	3.937,24	—	1,00	39,37
Préstamos para vivienda y anticipos a empleados	41,70	0,13	1,00	0,36
Préstamos para vivienda	7,46	0,75	1,00	0,02
Anticipos reintegrables	34,24	—	1,00	0,34
TOTAL	3.978,95	0,00	1,00	39,73

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 al mismo con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 2004 (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 2010 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 2010 el Tesoro abonó al Banco de España la cantidad de 543,60 millones de euros, precio efectivo de mercado de la deuda amortizada en esa fecha.

Deloitte.

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 2010, 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 2010 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 2010 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

26 de mayo de 2011

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

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. Ángel Luis López Roa, D.^a Ana María Sánchez Trujillo y D.^a Carmen Alonso Ledesma, 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 2010.

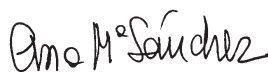
En virtud de dicho precepto reglamentario, la Comisión de Auditoría ha realizado el análisis de las operaciones efectuadas por el Banco de España. El alcance de este examen ha consistido, esencialmente, en: 1) estudio de las cuentas anuales del Banco de España correspondientes al ejercicio 2010, elaboradas 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 2010, 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 y 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 2010 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 5 de mayo de 2011.



ÁNGEL LUIS LÓPEZ ROA



ANA MARÍA SÁNCHEZ TRUJILLO



CARMEN ALONSO LEDESMA

ANEJO LEGISLATIVO

Al igual que en informes anteriores, se ofrece a continuación un resumen de las principales normas relativas al sistema financiero español, surgidas durante 2010 y el primer trimestre de 2011.

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. Del mismo modo, para facilitar la plena comprensión de la regulación de algún asunto, cuando se comentan dos o más normas del mismo rango publicadas en diferentes momentos a lo largo del año, se lleva a cabo una agrupación de todas ellas en el apartado correspondiente a la norma más antigua. 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 2010 y marzo de 2011, especificando la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín Económico* donde fueron analizadas.

28.3.2011.

1 PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE ENERO DE 2010 HASTA MARZO DE 2011

ENERO 2010

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA RELATIVA A LAS ESTADÍSTICAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS.—La *CBE 1/2010, de 27 de enero* (BOE del 5 de febrero), sustituyó a la *CBE 4/2002, de 25 de junio*, sobre estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras.

Las principales novedades son las siguientes: 1) se añade un nuevo límite, al ya existente, para que una entidad de crédito sea considerada entidad declarante, de modo que ostentarán dicha condición las entidades que al 31 de diciembre de 2009 tengan en el estado UEM.1 (balance resumido) un activo total por un importe igual o superior a 1.500 millones de euros; 2) se mantienen los dos estados (uno, relativo a los tipos de interés de los saldos vivos, y otro, a los de las nuevas operaciones) que deben remitir al Banco de España dentro de los quince primeros días del mes siguiente, incorporando ciertas actualizaciones; 3) se establece como norma general en la clasificación por plazos que los depósitos a plazo se clasifiquen por su plazo de origen, y los créditos, por el período inicial de fijación del tipo de interés, sujeto a determinadas condiciones, según el tipo de crédito; 4) se introducen requerimientos adicionales de información para las nuevas operaciones de préstamos y créditos, tanto en el período de fijación inicial del tipo de interés como en el vencimiento, así como un mayor desglose en los importes de las mismas; 5) se revisan los criterios de declaración de los créditos renovables, de los descubiertos y de las tarjetas de crédito de pago aplazado, y 6) se especifican los criterios para el cálculo de los tipos de interés medios de los depósitos estructurados a plazo.

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVADA.—La *CBE 2/2010, de 27 de enero* (BOE del 5 de febrero), modificó la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

Las principales novedades son las siguientes: 1) se establecen mayores exigencias estadísticas en los estados actuales y se crean cinco nuevos estados: UEM.9 (detalle de algunos activos y pasivos), UEM.10 (coeficiente de reservas mínimas), UEM.11 (titulizaciones y otras transferencias de préstamos, datos mensuales), UEM.12 (titulizaciones y otras transferencias de préstamos, datos trimestrales) y UEM.13 (detalle de algunos préstamos y créditos); 2) se introducen ciertas modificaciones en las normas específicas para la confección de los estados UEM existentes; 3) se actualizan los criterios de clasificación por plazos de los diferentes activos y pasivos, y se establecen otros nuevos, como los referidos a los pasivos asociados a activos transferidos en titulizaciones, que se clasificarán, cualquiera que sea su vencimiento inicial, como depósitos a plazo a más de dos años; 4) se prevén ciertas excepciones para las entidades de menor tamaño, con el fin de reducir la excesiva carga administrativa ante el incremento de los requerimientos de información, y 5) se amplía el contenido de la información del registro contable especial de operaciones hipotecarias.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2010 Y ENERO DE 2011.—Se publicaron la *Orden EHA/35/2010, de 20 de enero* (BOE del 21), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2010 y enero de 2011, y las *Resoluciones de 21 y de 22 de enero de 2010*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE

del 26 y del 29), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro y de 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. Respecto a los procedimientos de emisión, prosiguen los sistemas actuales, es decir, mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas) y mediante otros procedimientos.

En lo que se refiere a las letras del Tesoro, la principal novedad es el reinicio, a partir de febrero, de las emisiones a dieciocho meses. Las letras a dieciocho meses que se pongan en oferta en los meses impares tendrán el mismo vencimiento que las emitidas en el mes anterior, para mejorar su grado de liquidez. Además, para facilitar la reinversión, se posponen del segundo al cuarto martes de cada mes las subastas de letras a tres y a seis meses, y se fijan para el tercer martes las de doce y las recién incorporadas de dieciocho meses.

En lo referente a los bonos y obligaciones del Estado, se mantienen los criterios y procedimientos de emisión establecidos en 2009. Así, las subastas se efectuarán, salvo excepciones, el primer jueves de cada mes para los bonos y el tercer jueves para las obligaciones, manteniendo en su desarrollo y resolución la misma configuración que existía anteriormente.

FEBRERO 2010

No hubo regulación financiera relevante.

MARZO 2010

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA.—La *Orientación BCE/2010/1, de 4 de marzo* (DOUE del 12), modificó la *Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, con el fin de actualizar los requisitos de calidad de los bonos de titulización como activos admisibles del Eurosistema.

En este sentido, para los bonos de titulización que se emitan a partir del 1 de marzo de 2010, el Eurosistema exigirá, al menos, dos evaluaciones de calidad crediticia (antes era una) por ECAI aceptadas (agencias de calificación reconocidas a efectos de solvencia). Para determinar su admisibilidad, así como para verificar el umbral de calidad crediticia de estos activos, se aplicará la regla de la segunda mejor evaluación. De este modo, para que los bonos sean admisibles el Eurosistema requerirá que ambas evaluaciones de calidad crediticia sean de «AAA»/«Aaa» en la emisión, y de «A» durante la vida del bono.

Asimismo, se establece un calendario de adaptación para los emitidos con anterioridad a esa fecha, para que, a partir del 1 de marzo de 2011, todos los bonos de titulización, con independencia de su fecha de emisión, cumplan las condiciones establecidas en la norma: disponer, al menos, de dos evaluaciones, cuya calidad crediticia de la segunda mejor evaluación sea de «AAA»/«Aaa» en la emisión, y de «A» durante la vida del bono.

FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS: MODIFICACIÓN PARCIAL DE SUS DIRECTRICES DE INVERSIÓN.—La *Resolución de 9 de marzo de 2010, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera* (BOE del 16), publicó el Acuerdo adoptado por el Consejo Rector del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF) sobre la modificación parcial de sus directrices de inversión.

Dado que el FAAF ya no realizará más inversiones, al no ser posible la celebración de subastas con posterioridad al 31 de diciembre de 2009, la Resolución permite que el límite del 10 % en valores de una misma entidad podrá ser superado cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias: a) vencimiento de las operaciones simultáneas y de los valores que integran la cartera de adquisiciones en firme, y b) operaciones de modificación estructural de las entidades de crédito adjudicatarias de las subastas del FAAF.

ABRIL 2010

MEDIDAS PARA EL IMPULSO DE LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y EL EMPLEO.— Se publicó el *Real Decreto Ley 6/2010, de 9 de abril* (BOE del 13), de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo. Se destacan los siguientes apartados en el ámbito de la regulación financiera:

SISTEMAS INSTITUCIONALES DE PROTECCIÓN (SIP) ENTRE ENTIDADES DE CRÉDITO

Se configura el régimen aplicable a los SIP que se creen entre varias entidades de crédito a efectos de su consideración como grupos consolidables de entidades de crédito. Así, en su constitución deben cumplirse, además de los ya establecidos en la CBE 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, entre otros, los siguientes requisitos: 1) la existencia de una entidad de crédito central, que será la responsable de satisfacer los requerimientos regulatorios en base consolidada del SIP y de establecer de modo vinculante la estrategia de negocio; 2) el acuerdo contractual del SIP contendrá un compromiso mutuo de solvencia y liquidez entre las entidades integrantes del sistema, ilimitado respecto a la liquidez y que alcance como mínimo el 40 % de los recursos propios en el apoyo a la solvencia; 3) las entidades integrantes pondrán en común una parte significativa de sus resultados, que suponga, al menos, el 40 % de los mismos, y que deberá ser distribuida de manera proporcional a la participación de cada una de ellas en el sistema; 4) las entidades deberán permanecer en el SIP un período mínimo de diez años, debiendo preavisar con, al menos, dos años de antelación su deseo de abandonar el mismo transcurrido aquel período, para lo que, además, deberá contar con la autorización del Banco de España.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DEL FONDO DE REESTRUCTURACIÓN ORDENADA BANCARIA (FROB)

Se reducen determinados plazos previstos en la anterior normativa: 1) el plan de actuación se presentará de forma simultánea (antes el plazo era de un mes) al momento en el que dicha entidad informa al Banco de España de la posición de debilidad en su situación económico-financiera; 2) se reduce a diez días naturales (antes era un mes) el período del que dispone el Banco de España para exigir de oficio a una entidad de crédito con debilidad financiera la presentación de un plan de actuación; 3) se reducen a cinco días hábiles (antes eran de diez) el plazo del que dispone el Ministerio de Economía y Hacienda para oponerse a las propuestas realizadas por el FROB, contenidas en la memoria económica que detalla el impacto financiero del plan de reestructuración presentado sobre los fondos aportados con cargo a los Presupuestos Generales del Estado.

Por otro lado, se añade un nuevo supuesto para proceder a la reestructuración de una entidad de crédito con intervención del FROB: concretamente, cuando la entidad, encontrándose en una situación de debilidad financiera, se enfrenta a circunstancias sobrevenidas que, a juicio del Banco de España, haga que no sea previsible encontrar una solución viable sin el apoyo del FROB.

FONDOS DE TITULIZACIÓN: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA

Se modifica la normativa vigente para permitir que los fondos de titulización puedan ser titulares de inmuebles, bienes, valores o derechos, y cantidades percibidas en pago de principal e intereses de los valores hipotecarios u otros derechos agrupados en su activo por resolución de cualquier procedimiento judicial iniciado para el cobro de tales derechos (por ejemplo, el producto del remate de garantías hipotecarias o no hipotecarias).

MERCADO DE VALORES:
OFERTAS DE VALORES
QUE NO REQUIEREN FOLLETO

Se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, a fin de garantizar la protección del inversor, requiriendo la intervención de una entidad autorizada para prestar servicios de inversión en determinadas ofertas de valores dirigidas al público en general, que no requieran folleto y que empleen para ello cualquier forma de comunicación publicitaria. El incumplimiento de este requisito por parte de la entidad emisora queda catalogado como infracción muy grave dentro de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores.

PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITAL Y DE LA FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO: NUEVA NORMATIVA. — La Ley 10/2010, de 28 de abril (BOE del 29), de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, derogó la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, y modificó la Ley 12/2003, de 21 de mayo, de prevención y bloqueo de la financiación del terrorismo, y la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

Las novedades más relevantes son las siguientes: a) se añaden nuevos sujetos obligados a supervisar, como las recién reguladas entidades de pago, las personas dedicadas profesionalmente a la intermediación en la concesión de préstamos o créditos, y las que comercien profesionalmente con bienes en que los cobros o pagos se efectúen con los medios de pago por importe superior a 15.000 euros, ya se realicen en una o en varias operaciones entre las que parezca existir algún tipo de relación; b) se eleva de 6.000 euros a 10.000 euros el importe de los medios de pago a partir del cual las personas físicas deberán realizar declaración previa en las salidas o entradas del territorio nacional, y de 80.500 euros a 100.000 euros si son movimientos de medios de pago dentro del territorio; c) se establece una serie de medidas de diligencia debida por parte de los sujetos obligados, dirigidas a obtener información de sus clientes tanto en el momento de entablar relaciones de negocio como en el transcurso de la relación con los mismos; d) se actualizan las medidas de control interno al adaptarlas a las novedades de la Ley; e) se crea un *manual* adecuado de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, que se mantendrá actualizado, con información completa sobre las medidas de control interno; y f) se actualiza el régimen sancionador, recogiendo un mayor número de infracciones, distinguiéndose entre muy graves y graves, y, como novedad, las de carácter leve, y se elevan las sanciones económicas, sin perjuicio de las responsabilidades penales.

MAYO 2010

SISTEMAS DE GARANTÍA DE DEPOSITANTES E INVERSORES: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA. — El Real Decreto 628/2010, de 14 de mayo (BOE del 3 de junio), modificó el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito (FGD), y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores (SII), con el objeto de completar la transposición de la Directiva 2009/14/CE, del Parlamento y del Consejo, de 11 de marzo de 2009. Los aspectos más significativos de la norma son los siguientes: a) se mantiene el nivel de protección de 100.000 euros, tanto en los FGD como en los SII, recordando que esas garantías se aplicarán por depositante o inversor, sea persona física o jurídica, y cualesquiera que sean el número y la clase de depósitos de efectivo o de los valores e instrumentos financieros en que figure como titular en la misma entidad; b) se reduce a cinco días hábiles (antes eran 21) el plazo que tiene el Banco de España para comprobar la incapacidad de una entidad de crédito para restituir los depósitos vencidos y exigibles; c) se establecen dos plazos de pago distintos para que los fondos satisfagan los importes garantizados, según los destina-

rios sean depositantes (20 días hábiles) o inversores (tres meses), y d) se especifica que el excedente de que pueden disponer los fondos sobre la cuantía necesaria para el cumplimiento de sus fines permanecerá en dicho patrimonio, sin que pueda distribuirse o devolverse a las entidades adheridas.

SERVICIOS Y ENTIDADES DE PAGO: DESARROLLO DE LA NORMATIVA.—El *Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo* (BOE del 29), de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago (en adelante, EP), desarrolló la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, y la *Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio* (BOE del 18), sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago, desarrollaron las obligaciones generales en esta materia, contenidas en la Ley 16/2009. De este modo, se completa la transposición al ordenamiento español de la Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior.

Las novedades más relevantes son las siguientes: a) se desarrolla el régimen jurídico de las EP; b) se regula su actividad transfronteriza; c) se establecen los requisitos de garantía, los requerimientos de recursos propios y las limitaciones operativas de las EP, y d) se desarrolla el régimen sancionador y de supervisión de las EP, que, con algunas adaptaciones, se regirá por la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA Y FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA.—El *Reglamento 407/2010, del Consejo, de 11 de mayo* (DOUE del 12), estableció un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), con el objeto de proporcionar ayudas a aquellos Estados miembros que se encuentren afectados o gravemente amenazados por una severa perturbación económica o financiera ocasionada por acontecimientos excepcionales que escapan a su control. El Estado miembro que solicite la ayuda financiera evaluará sus necesidades financieras con la Comisión, y en colaboración con el Banco Central Europeo (BCE). Su concesión requerirá una decisión del Consejo adoptada por mayoría cualificada y a propuesta de la Comisión. Dicha ayuda revestirá la forma de un préstamo o de una línea de crédito concedida al Estado miembro. Asimismo, se creó una sociedad anónima denominada «Facilidad Europea de Estabilización Financiera» (FEEF), que permite el acceso a financiación adicional para los Estados miembros del Eurosistema que se encuentren en dificultades como consecuencia de circunstancias excepcionales ajenas a su control. Esta sociedad puede conceder préstamos, financiándose para ello en el mercado internacional de capitales con el respaldo de los avales que concedan los Estados miembros accionistas no beneficiarios de la ayuda en el momento de la concesión del aval. La FEEF se creó tras el compromiso alcanzado por los Estados miembros de la zona del euro para complementar el MEEF con una aportación de hasta 440 mm.

Por otra parte, en nuestro país se publicó el *Real Decreto Ley 9/2010, de 28 de mayo* (BOE del 29), que autoriza a la Administración General del Estado al otorgamiento de avales, hasta un importe máximo de 53,9 mm de euros, a las operaciones realizadas a través de la FEEF. Esta facilidad se mantendrá un máximo de tres años, hasta el 30 de junio de 2013.

FONDO DE APOYO A LA REPÚBLICA HELÉNICA.—El *Real Decreto Ley 7/2010, de 7 de mayo* (BOE del 7), creó el Fondo de Apoyo a la República Helénica, y se autoriza un crédito extraordinario por importe de 9,8 mm de euros para su dotación.

En respuesta a la solicitud de ayuda de Grecia, el Eurogrupo activó el mecanismo de apoyo, consistente en una provisión de financiación, a través de préstamos bilaterales mancomunados centralizados por la Comisión Europea. Dichos préstamos se otorgan bajo fuertes elementos de condicionalidad negociados por el FMI, la Comisión Europea, el BCE y el Gobierno griego. El importe total del paquete financiero asciende a 110 mm de euros en tres años, de los que 80 mm son aportados por los Estados miembros de la zona del euro (de ellos, 30 mm se desembolsarán en 2010), y los 30 mm restantes, por el FMI. La contribución total de España a este programa de ayuda, calculada sobre la clave de participación de España en el capital desembolsado del BCE, ajustada a los Estados de la zona del euro, excluyendo a Grecia, asciende a 9,8 mm de euros, de los cuales 3,7 mm de euros se desembolsaron en 2010.

MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DE LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE REGISTRO, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES.—La *Orden EHA/2054/2010, de 26 de mayo* (BOE del 29 de julio), modificó el Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR), aprobado por la Orden ECO/689/2003, de 27 de marzo.

La Orden añade al Reglamento dos nuevos capítulos: 1) la liquidación y registro de operaciones de compraventa de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores y realizadas al margen de los mercados bursátiles, y 2) la celebración de convenios con entidades que desempeñen funciones análogas, entidades de contrapartida central, organismos rectores de mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y otros sistemas o entidades similares.

IBERCLEAR prestará a las entidades participantes en el Sistema de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) los servicios de liquidación y registro de las operaciones de compraventa de valores admitidos a negociación en las bolsas de valores que se realicen al margen de los mercados bursátiles. También podrá prestar estos servicios a entidades de contrapartida central y otras que desempeñen funciones análogas con las que hubiera establecido un convenio. Para ello requerirá la aprobación de la CNMV.

Por otro lado, se regulan otros convenios que IBERCLEAR podrá establecer con entidades que desempeñen funciones análogas para desarrollar determinadas actividades, como la apertura y la llevanza de cuentas, o para otras actividades y servicios de la Sociedad de Sistemas, incluida la liquidación de todas o parte de las operaciones concertadas en mercados y sistemas de negociación de valores e instrumentos financieros.

JUNIO 2010

REGULACIÓN Y CONTROL DE LA PUBLICIDAD DE LOS SERVICIOS Y PRODUCTOS BANCARIOS.—La *Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio* (BOE del 29), de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, sustituyó el capítulo III de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información a clientes y publicidad de las entidades de crédito. La Orden fue desarrollada por la *CBE 6/2010, de 28 de septiembre* (BOE del 11 de octubre), sobre publicidad de los servicios y productos bancarios, en los aspectos que, por su habilitación expresa, son competencia del Banco de España.

Se sustituye el actual régimen de autorización previa por un sistema de control de la publicidad basado en dos elementos: *uno preventivo*, a través del establecimiento de los principios generales a los que debe ajustarse la publicidad, y los criterios generales sobre

el contenido mínimo y formato del mensaje publicitario, junto con la exigencia a las entidades de crédito de unos procedimientos y controles internos para proteger los legítimos intereses de la clientela y gestionar los riesgos a los que estén o puedan estar expuestas derivados de su actividad publicitaria; y *otro revisor* o «*ex post*», que permita la corrección de eventuales conductas inadecuadas, para lo cual el Banco de España podrá requerir el cese o la rectificación de la publicidad que no se ajuste a esta normativa, o, en su caso, requerir que se incluyan en la misma cuantas advertencias estime necesarias con relación al producto o servicio publicitado.

Se establece la presunción de que las entidades que estén asociadas a ciertos «sistemas de autorregulación publicitaria» cuentan con procedimientos y controles internos adecuados en el ámbito que nos ocupa. A tal efecto, se habilita al Banco de España para que publique, en sus páginas en Internet, la relación de entidades asociadas a «sistemas de autorregulación publicitaria» que cumplan determinados requisitos que establece la Circular, e informe sobre el sistema al que está asociada cada entidad, junto con sus códigos de conducta.

Las entidades de crédito que no estén asociadas a ningún «sistema de autorregulación publicitaria» homologado, o cuya publicidad no siga sujeta al régimen de previa autorización por parte de una comunidad autónoma (como ocurre con las cajas de ahorros y con determinadas cooperativas de crédito), deberán someter al control del Banco de España su política de comunicación comercial y los controles internos alternativos de que dispongan para minimizar los riesgos relacionados con un incorrecto ejercicio de su actividad publicitaria.

REGULACIÓN Y CONTROL DE LA PUBLICIDAD DE LOS SERVICIOS Y PRODUCTOS DE INVERSIÓN.—Siguiendo idénticos principios a los del caso anterior, se publicó la *Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio* (BOE del 29), de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión, con objeto de establecer las normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria de los instrumentos financieros y servicios de inversión.

Esta Orden regula la actividad publicitaria dirigida a inversores residentes en España, que se refiera a instrumentos financieros, a otros productos financieros sometidos a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), a los servicios de inversión y auxiliares y actividades accesorias y reservadas, y a la actividad de gestión de IIC, de entidades de capital riesgo y de fondos de titulización.

Al igual que en los productos bancarios, se establece un sistema de control de la publicidad basado en dos elementos: *uno preventivo* y *otro revisor* o «*ex post*», de forma que la CNMV tendrá la potestad administrativa de requerir el cese o la rectificación de la publicidad que no se ajuste a la normativa, o de requerir a su oferente o emisor que se incluyan en la misma cuantas advertencias estime necesarias relativas al instrumento o producto publicitado. Si estos requerimientos no fueran atendidos, podrá incurrirse en responsabilidad sancionable de acuerdo con lo establecido en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO.—Se publicó el *Real Decreto 749/2010, de 7 de junio* (BOE del 8), por el que se modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Las novedades más relevantes son las siguientes: 1) se flexibiliza el régimen jurídico de los fondos de inversión cotizados (en inglés, *Exchange Traded Funds* o ETF) y se amplía el objetivo de su política de inversión; 2) se crean las *sociedades de inversión colectiva de capital variable (SICAV) índice cotizadas*, que tienen un régimen similar a los ETF, pero en forma de SICAV; 3) se flexibiliza el régimen de inversión de las IIC inmobiliarias; 4) respecto a las IIC de inversión libre (más conocidas como *hedge funds* o fondos de gestión alternativa), se establecen determinadas excepciones para los partícipes que tengan la condición de clientes profesionales (antes era conocido como inversor cualificado), definidos en la Ley del Mercado de Valores en lo referente a la suscripción y adquisición de participaciones, y se ajusta el texto del resto del articulado a esta nueva denominación; 5) se crean las *IIC (o compartimentos) de propósito especial (en adelante, IIC de propósito especial)*, conocidos a nivel internacional como *side pockets*, y 6) se mejora el régimen de liquidación de los fondos de inversión mobiliarios.

SERVICIOS DE INVERSIÓN: ACTUALIZACIÓN DE LA NORMATIVA EN MATERIA DE TARIFAS Y DE CONTRATOS-TIPO. — La Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio (BOE del 23), desarrolló los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, en materia de tarifas y contratos-tipo.

Las novedades más relevante son las siguientes: 1) se mantiene el régimen de control previo de los folletos de tarifas por parte de la CNMV, que tendrá un plazo de 30 días (antes eran 15 días); 2) en los contratos-tipo, se sustituye el actual régimen de control previo por un sistema de control «ex post» por parte de la CNMV; 3) se actualiza el contenido mínimo de dichos contratos, y 4) se actualiza el régimen de publicidad, tanto de los folletos de tarifas como de los contratos-tipo, adaptándolo a las circunstancias actuales.

La CNMV pondrá a disposición del público en su página web los folletos informativos sobre tarifas y sus modificaciones que le remitan las entidades, una vez que este organismo haya comprobado que se ajustan a la normativa vigente. Por su parte, las entidades harán lo propio en todas sus oficinas y representaciones, y en sus páginas web. La CNMV podrá establecer los requisitos y condiciones de dicha publicidad para conseguir, entre otros objetivos, la máxima difusión de las informaciones.

ENTIDADES DE CRÉDITO: NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVADA, Y MODELOS DE ESTADOS FINANCIEROS. — La CBE 3/2010, de 29 de junio (BOE del 13 de julio), modificó la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. Se reseñan a continuación los aspectos más destacables de la norma: 1) se amplían las políticas, los métodos y los procedimientos que las entidades de crédito deberán aplicar en la concesión de préstamos, así como en la identificación de su deterioro y del cálculo de los importes necesarios para la cobertura del correspondiente riesgo de crédito; 2) en las operaciones de crédito que cuenten con activos inmobiliarios como garantía adicional a la personal del prestatario, las entidades utilizarán su propio juicio profesional, valorando el grado de movilización potencial de los activos reales inmobiliarios; 3) respecto a los activos calificados como dudosos por razón de la morosidad del cliente, se unifican los distintos calendarios de cobertura en uno solo, de modo que ahora la cobertura total del riesgo de crédito se alcanzará una vez transcurridos 12 meses desde el vencimiento de la primera cuota o plazo que permanezca impagado de una misma operación, y 4) se introducen nuevas disposiciones en relación con los activos adquiridos o adjudicados en pago de deudas, con el objetivo de incentivar la búsqueda de soluciones de gestión relativas a este tipo de activos

que permitan liberar los recursos invertidos en ellos en beneficio de la actividad típica de las entidades de crédito.

MODIFICACIÓN DE LAS NORMATIVAS DEL MERCADO DE VALORES Y DE LA AUDITORÍA DE CUENTAS.—La *Ley 12/2010, de 30 de junio* (BOE del 1 de julio), modificó la *Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas*, la *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, y el texto refundido de la *Ley de Sociedades Anónimas* aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria.

Se permite a los accionistas de cada sociedad cotizada constituir asociaciones específicas y voluntarias para el ejercicio de sus derechos y la mejor defensa de sus intereses comunes. Reglamentariamente se desarrollará el régimen jurídico de las asociaciones de accionistas, que comprenderá, al menos, los requisitos y límites para su constitución, las bases de su estructura orgánica, las reglas de su funcionamiento, los derechos y las obligaciones que les correspondan, especialmente en su relación con la sociedad cotizada.

Se adaptan las disposiciones referentes al Comité de Auditoría (que deben tener todas las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores) a la Directiva 2006/43/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2006, relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas.

JULIO 2010

NUEVO RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS CAJAS DE AHORROS.—El *Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio* (BOE del 13), de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, modificó la *Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros*, en lo que atañe a las cuotas participativas, y la *Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorros*.

CUOTAS PARTICIPATIVAS: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA

Las principales novedades son las siguientes: 1) además de los derechos económicos, se les reconocen derechos políticos que les permiten representación en los órganos de gobierno, posibilidad de impugnación de los acuerdos adoptados en los mismos y derecho general de información; 2) se establece el principio de libertad de emisión de las cuotas, y se suprime cualquier límite a la tenencia de cuotas por una única persona o grupo (antes, nadie podía ostentar, directa o indirectamente, cuotas participativas por importe superior al 5% de las cuotas totales vigentes); 3) sigue prohibida la adquisición originaria de cuotas por parte de la caja o su grupo económico, permitiendo únicamente la autocartera, siempre que no exceda del 5% de las cuotas totales en circulación. En caso de superar dicho límite, la caja deberá proceder a la enajenación o amortización del exceso en el plazo máximo de tres meses.

ÓRGANOS RECTORES DE LAS CAJAS DE AHORROS

Como órganos rectores de las cajas de ahorros, además de la asamblea general, el consejo de administración y la comisión de control, se añaden el director general y dos comisiones, la de retribuciones y nombramientos (antes denominada retribuciones) y la de la obra benéfica social.

Se refuerza el concepto de honorabilidad comercial y profesional para el ejercicio de cargos directivos y se introduce expresamente la incompatibilidad del cargo en un órgano de gobierno de una caja con el cargo político electo o alto cargo de las Administraciones Públicas, incluyendo las entidades del sector público, de derecho público o privado, vinculadas o dependientes de aquellas.

Respecto al consejo de administración, se aumenta el límite del número de vocales hasta un máximo de 20 (antes no podía rebasar 17 vocales) para el caso de que se incluyan entre sus miembros a los representantes de los intereses de los cuotapartícipes. Se mantiene la duración máxima del mandato de los miembros del consejo, que no podrá superar los doce años. Sin embargo, se introduce, como novedad, que los vocales designados por los titulares de cuotas participativas podrán ser indefinidos.

En lo referente al director general, se refuerzan las exigencias de preparación técnica y experiencia para ejercer el cargo, y se aumenta la edad de jubilación de los 65 a los 70 años.

La comisión de retribuciones y nombramientos supone la ampliación de la anterior comisión de retribuciones hacia otras funciones relativas al control de los nombramientos, y la comisión de la obra social tiene como principal cometido velar por el correcto cumplimiento de la obra benéfico-social, cualquiera que sea el modelo de actividad de la caja.

Por otro lado, al igual que en las entidades de crédito, se introduce la publicación anual obligatoria del informe de gobierno corporativo para las cajas de ahorros, al objeto de reforzar su transparencia y la disciplina de mercado, que será remitido a la CNMV, al Banco de España y a los órganos competentes de las Comunidades Autónomas.

SISTEMAS INSTITUCIONALES DE PROTECCIÓN (SIP) ENTRE CAJAS DE AHORROS

En general, se aplica la regulación vigente sobre la articulación del SIP entre cajas de ahorros en torno a una entidad de crédito central. Esta entidad será la responsable de cumplir los requerimientos regulatorios en base consolidada del SIP.

La particularidad más significativa sobre los SIP compuestos por cajas de ahorros se refiere a que la entidad central habrá de estar necesariamente participada por las cajas integrantes en, al menos, un 50% de su accionariado y tener naturaleza de sociedad anónima. De este modo, se logra garantizar que el conjunto de las cajas integradas mediante un SIP no desvirtúen su naturaleza jurídica de manera indirecta al perder el control de su entidad central. En los casos en que las cajas integrantes del SIP pudieran perder el citado porcentaje de la entidad central, las cajas deberán transformarse en fundación de carácter especial y ceder su negocio bancario.

Otra novedad es el refuerzo del compromiso de permanencia y estabilidad de las entidades integradas. A tal efecto, se faculta al Banco de España para realizar una valoración previa al abandono de una entidad, referida tanto a la viabilidad individual de la misma como al conjunto del sistema tras la pretendida desvinculación.

NUEVO MODELO ORGANIZATIVO DE LAS CAJAS DE AHORROS

Se diseña un nuevo modelo organizativo adicional al existente, basado en una doble alternativa: 1) el ejercicio indirecto de la actividad financiera de la caja a través de una entidad bancaria, y 2) la transformación de la misma en una fundación de carácter especial, pasando su negocio a otra entidad de crédito.

En cuanto al ejercicio indirecto de la actividad financiera, las cajas de ahorros podrán desarrollar su objeto propio como entidad de crédito a través de una entidad bancaria a la que aportarán todo su negocio financiero. Igualmente, podrán aportar todos o parte de sus activos no financieros adscritos al mismo. La entidad bancaria receptora podrá utilizar en su denominación social y en su actividad expresiones que permitan identificar su carácter instrumental, incluidas las denominaciones propias de la caja de ahorros de la que dependa.

Al igual que en el SIP, si la caja de ahorros redujese su participación de modo que no alcance el 50% de los derechos de voto de la entidad bancaria, deberá renunciar a la

autorización para actuar como entidad de crédito y transformarse en fundación de carácter especial.

Este mismo ejercicio de actividad indirecta también se permitirá a aquellas cajas de ahorros que, de forma concertada, ejerzan en exclusiva su actividad financiera a través de la entidad central de un SIP.

Respecto a la transformación de una caja de ahorros en una fundación de carácter especial, esta se realizará a través de la segregación de su actividad financiera y de su actividad benéfico-social. El patrimonio afecto a su actividad financiera lo traspasarán a otra entidad de crédito a cambio de acciones de esta última, y se transformarán en una fundación de carácter especial, perdiendo su condición de entidad de crédito.

ENTIDADES DE CRÉDITO: NUEVAS DISPOSICIONES EN MATERIA DE SOLVENCIA, LIQUIDEZ Y FISCALIDAD.—El *Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio*, citado en el epígrafe anterior, introduce nuevas disposiciones en materia de solvencia y liquidez de las entidades de crédito, así como la normativa fiscal aplicable a las entidades resultantes de los procesos de reestructuración.

Se establece la obligación de disponer de una cantidad mínima de activos líquidos que permitan hacer frente a las potenciales salidas de fondos derivadas de pasivos y compromisos, incluso en caso de estrés, y la de mantener una estructura adecuada de fuentes de financiación y de vencimientos en sus activos, pasivos y compromisos con el fin de evitar potenciales desequilibrios o tensiones de liquidez que puedan dañar o poner en riesgo la situación financiera de la entidad. Además, se introduce un límite máximo de apalancamiento, es decir, la relación entre los recursos propios de la entidad y el valor total de sus exposiciones a los riesgos derivados de su actividad. Estas nuevas exigencias quedan pendientes de concretar en un posterior desarrollo reglamentario.

Por otro lado, se añade la posibilidad de que el FROB pueda adquirir títulos emitidos por entidades de crédito individuales que, aun siendo solventes y viables, no fueran lo suficientemente resistentes en contextos significativamente más adversos que el actual.

ENTIDADES DE CRÉDITO: AGENTES Y ACUERDOS PARA LA PRESTACIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS.—La *CBE 4/2010, de 30 de julio* (BOE del 4 de agosto), sustituyó a la *CBE 6/2002, de 20 de diciembre*, relativa a la información sobre los agentes de las entidades de crédito y los acuerdos celebrados para la prestación habitual de servicios financieros. La Circular actualiza la normativa anterior a la vista de los cambios regulatorios habidos desde aquella fecha, precisando con mayor claridad los acuerdos y los agentes sujetos a la declaración, especialmente si estos estuvieran integrados en las redes de otras entidades supervisadas. Asimismo, aclara diversos aspectos relacionados con la propia designación de agentes y con su actividad.

INFORMACIÓN RESERVADA DE LAS ENTIDADES QUE PRESTAN SERVICIOS DE INVERSIÓN.—Se publicó la *Circular 1/2010 de la CNMV, de 28 de julio* (BOE del 16 de agosto), que regula la información reservada que las entidades que prestan servicios de inversión deben enviar a este organismo supervisor. Su ámbito de aplicación comprende a todas las entidades autorizadas, tanto las entidades españolas como las extranjeras (comunitarias y no comunitarias), para prestar servicios de inversión, bien a través de sucursales, bien en régimen de libre prestación de servicios.

Entre otros aspectos, la Circular establece los modelos de información, que deberán remitirse anualmente, por medios telemáticos, a la CNMV dentro de los dos primeros meses del ejercicio siguiente. No obstante, no exige la remisión de todos los estados reservados a determinadas entidades (por ejemplo, a las ESI se les han excluido ciertos estados que presentan similitudes con otros que ya tienen que remitir a la CNMV).

VALORES Y OTROS INSTRUMENTOS DE NATURALEZA FINANCIERA CODIFICABLES Y PROCEDIMIENTOS DE CODIFICACIÓN.—La *Circular 2/2010 de la CNMV, de 28 de julio* (BOE del 30 de septiembre), sustituyó a la Circular 6/1998 de la CNMV, de 16 de diciembre, sobre valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación. La Circular introduce los nuevos instrumentos y prácticas financieras existentes desde aquella fecha hasta la actualidad.

Dentro de los instrumentos financieros que pueden ser objeto de codificación, desaparece el límite de las acciones de sociedades anónimas (anteriormente, para que las acciones fueran objeto de codificación las sociedades debían contar un capital social superior a 150.000 euros). Además, se añaden las letras del Tesoro y se mantiene la capacidad de la CNMV para incorporar cualquier otro instrumento que, por sus características y significación, requiera este tratamiento codificado.

ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS (OICVM): DESARROLLO DE LA NORMATIVA.—La *Directiva 2010/42/UE, de la Comisión, de 1 de julio* (DOUE del 10), desarrolló determinadas disposiciones de la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados OICVM (versión refundida), relativas a las fusiones de fondos de OICVM, a las estructuras de tipo principal-subordinado y al procedimiento de notificación. Por su parte, la *Directiva 2010/43/UE, de la Comisión, de 1 de julio* (DOUE del 10), desarrolló determinadas disposiciones de la Directiva 2009/65/CE, relativas a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre los depositarios y las sociedades de gestión.

La Directiva 2010/42/UE desarrolla: 1) las normas generales relativas al contenido de la información que debe facilitarse a los partícipes en los casos de fusiones de fondos; 2) la normativa sobre las estructuras principal-subordinado, concretando el contenido del acuerdo entre el OICVM principal y el OICVM subordinado, y los procedimientos y los plazos de comunicación en los casos de liquidación, fusión o escisión del OICVM principal, y 3) el contenido del acuerdo de intercambio de información, tanto entre los depositarios como entre los auditores del OICVM principal y los del subordinado, con el fin de permitir a este último recibir toda la información y los documentos pertinentes que necesite para poder cumplir con sus obligaciones.

La Directiva 2010/43/UE desarrolla: 1) los requisitos de organización, conflictos de intereses, conducta empresarial y gestión de riesgos de las sociedades de gestión; 2) la actividad transfronteriza, determinando los principales elementos del acuerdo entre el depositario de un OICVM y una sociedad de gestión cuando esta esté establecida en un Estado miembro distinto del Estado miembro de origen del OICVM, detallando ciertos preceptos en materia de conflictos de leyes; 3) los criterios que hayan de emplearse para evaluar la adecuación del procedimiento de gestión de riesgos que siguen las sociedades de gestión, y 4) los procedimientos que las sociedades de gestión están obligadas a aplicar para el cálculo del valor de los derivados no negociados en mercados organizados (derivados

OTC), y de aquellos instrumentos que expongan a los OICVM a riesgos de valoración equivalentes a los planteados por los derivados OTC.

MEDIDAS DE LUCHA CONTRA LA MOROSIDAD EN LAS OPERACIONES COMERCIALES: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA. —La *Ley 15/2010, de 5 de julio* (BOE del 6), modificó la *Ley 3/2004, de 29 de diciembre*, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, y la *Ley 30/2007, de 30 de octubre*, de contratos del sector público.

En cuanto a las empresas, se establece un plazo máximo de pago de 60 días por parte de empresas para los pagos a proveedores (antes primaba el pacto entre las partes). Este plazo de pago no podrá ser ampliado por acuerdo entre las partes que dé lugar a aumentos injustificados del plazo de pago. En cuanto a la fecha, se modifica la de la emisión de la factura por la de la entrega de los productos y servicios. Para la aplicación de ese plazo, se establece un período transitorio que culminará el 1 de enero de 2013.

Desde el punto de vista del sector público, se reduce de 60 a 30 días el plazo máximo de pago de sus deudas. Transcurrido ese plazo, los contratistas podrán reclamar por escrito a la Administración contratante el cumplimiento de la obligación de pago y, en su caso, de los intereses de demora. Además, se establece un procedimiento efectivo y ágil para hacer efectivas las deudas de los poderes públicos, y se establecen mecanismos de transparencia en materia de cumplimiento de las obligaciones de pago, a través de informes periódicos a todos los niveles de la Administración y del establecimiento de un nuevo registro de facturas en las Administraciones Locales. Del mismo modo, se establece un calendario transitorio que finalizará el 1 de enero de 2013.

Por último, se refuerza el derecho a percibir indemnización cuando el deudor incurra en mora, se amplía la posibilidad de que las asociaciones denuncien prácticas abusivas en nombre de sus asociados y se promueve la adopción de códigos de buenas prácticas comerciales en materia de pagos.

SOCIEDADES DE CAPITAL. —Se publicó el *Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio* (BOE del 3), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. La norma sustituye a la *Ley 2/1995, de 23 de marzo*, de Sociedades de Responsabilidad Limitada; al *Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre*, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas; al título X de la *Ley 24/1988, de 28 de julio*, del Mercado de Valores, referente a las sociedades cotizadas, y a la sección 4 del título I del libro II del Código de Comercio, publicado por Decreto de 22 de agosto de 1885.

La norma cumple con la previsión recogida en la disposición final séptima de la *Ley 3/2009, de 3 de abril*, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, que habilita al Gobierno para que, en el plazo de doce meses, proceda a refundir en un único texto, bajo el título de «*Ley de Sociedades de Capital*», las normas legales de las sociedades comanditarias por acciones, las sociedades anónimas, las de responsabilidad limitada y las sociedades anónimas cotizadas.

La regulación de las sociedades cotizadas queda sistematizada, por un lado, en este texto refundido que recoge los aspectos económicos eminentemente societarios y, por otro, en la *Ley 24/1988, de 28 de julio*, del Mercado de Valores, que recoge la regulación de la vertiente financiera de este tipo de sociedades, presidida fundamentalmente por el princi-

pio de transparencia para asegurar el buen funcionamiento de los mercados y la protección al inversor.

AGOSTO 2010

No hubo regulación financiera relevante.

SEPTIEMBRE 2010

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA.—Se publicaron la *Orientación BCE/2010/13, de 16 de septiembre* (DOUE del 9 de octubre), y la *Orientación BCE/2010/30, de 13 de diciembre* (DOUE del 21), que modificaron la *Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema. Asimismo, se publicaron la *Resolución de 6 de octubre de 2010* y la *Resolución de 29 de diciembre de 2010* (ambas publicadas en el BOE del 12 de enero de 2011), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modificaron la del 11 de diciembre de 1998, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, para adoptar en nuestro ordenamiento jurídico las dos orientaciones citadas.

Las novedades más importantes de la *Orientación BCE/2010/13* son las siguientes: 1) se establecen nuevas medidas ante las entidades de contrapartida que no cumplan con sus obligaciones, tanto en las subastas como en las operaciones bilaterales; 2) se mejoran y se fortalecen las medidas discrecionales que dispone el Eurosistema para hacer frente a los problemas de solvencia de una entidad de contrapartida; 3) se permite que el BCE, dentro de las operaciones de mercado abierto, en circunstancias excepcionales, pueda llevar a cabo operaciones en firme (operaciones a vencimiento) de manera centralizada; 4) se refuerzan los requisitos que se exigen a los activos que sirven de respaldo a bonos de titulización para admitirlos como garantía en sus operaciones, con el objeto de reducir el riesgo de reintegración (*claw back*) de dichos bonos; 5) se establece una nueva excepción a que las entidades de contrapartida presenten activos de garantía emitidos por otra entidad con la que tenga vínculos estrechos, que son los bonos garantizados estructurados que cuentan con la garantía de préstamos para la adquisición de vivienda; 6) se prevé que el Eurosistema pueda limitar el uso de los bonos simples emitidos por una entidad de crédito o por cualquier otra entidad con la que aquella tenga vínculos estrechos, y 7) se revisan las medidas de control de riesgos aplicables a las operaciones de crédito.

Las novedades más importantes de la *Orientación BCE/2010/30* son las siguientes: 1) se añaden los depósitos a plazo como activos de garantía admisibles para las operaciones de política monetaria del Eurosistema y para el crédito intradía, y 2) se establece otra nueva excepción a que las entidades de contrapartida presenten activos de garantía emitidos por otra entidad con la que tenga vínculos estrechos, que son los bonos garantizados que tienen como activos de garantía hipotecas comerciales.

TARGET2: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA.—La *Orientación BCE/2010/12, de 15 de septiembre* (DOUE del 5 de octubre), modificó la *Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril*, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), con el fin de reflejar las actualizaciones de la versión 4.0 de TARGET2, concretamente para que los participantes puedan acceder a una o a varias cuentas del módulo de pagos mediante Internet, reflejar algunos cambios técnicos subsiguientes a la entrada en vigor del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y aclarar ciertas cuestiones. Asimismo, la *Resolución de 6 de octubre de 2010 del Banco de España* (BOE del 16 de noviembre) modificó la *Resolución de 20 de julio de 2007*, por la que se aprueban las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de partici-

pación en TARGET2-Banco de España (TARGET2-BE), para adaptarla a la Orientación BCE/2010/12.

Además de las condiciones uniformes de participación en TARGET2, que ya haya adoptado cada banco central nacional (BCN) participante, ahora deberán introducir las medidas necesarias y las condiciones uniformes complementarias de participación en TARGET2 para su acceso mediante Internet (véase el anejo V, que se incorpora como novedad). Esta forma de acceso a la cuenta del módulo de pagos será incompatible con el previsto mediante el proveedor del servicio de red. No obstante, el BCN participante podrá optar por tener una o varias cuentas del módulo de pagos, cada una de las cuales será accesible, bien por Internet, bien por medio del proveedor del servicio de red.

Por su parte, la Resolución añade nuevos supuestos de incumplimiento de las entidades, según los cuales el Banco de España suspenderá o cancelará el acceso al crédito intradía.

ENTIDADES FINANCIERAS: DESARROLLO DEL RÉGIMEN DE LAS PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS.— Se publicaron la *CBE 5/2010, de 28 de septiembre* (BOE del 11 de octubre), sobre la lista de información que el adquirente potencial de una participación significativa de una entidad de crédito deberá remitir al Banco de España; la *Circular 5/2010, de 18 de noviembre*, de la CNMV (BOE del 6 de diciembre), sobre la información que debe remitir el adquirente potencial para la evaluación cautelar de las adquisiciones de participaciones significativas, y de los incrementos de participaciones en empresas de servicios de inversión (ESI) y en sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), y la *Orden EHA/3241/2010, de 13 de diciembre* (BOE del 17), por la que se aprueba la lista de información que se debe remitir en supuestos de adquisición o incremento de participaciones significativas y por quienes pretendan desempeñar cargos de administración y dirección en entidades aseguradoras, reaseguradoras y en sociedades cuya actividad principal consista en tener participaciones en dichas entidades.

Esta información también se hace extensible para los casos en los que se incremente dicha participación, directa o indirectamente, de forma tal que el porcentaje de los derechos de voto o del capital poseído resulte igual o superior al 20 %, 30 % o 50 %, o bien que pudiera llegar a controlar a la entidad.

La lista con la información completa que debe suministrar el adquirente potencial viene detallada en los anejos de las normas, que consta de dos partes. En la primera, figuran los siguientes apartados: 1) la información general sobre su identidad, y, en el caso de las personas jurídicas, entre otros detalles, se deberá aportar la relación de personas que integran el consejo de administración u órgano equivalente, así como de sus altos directivos; 2) una serie de informaciones adicionales para evaluar la honorabilidad del adquirente, y 3) información sobre la adquisición y la finalidad básica de la misma, y sobre la financiación de la adquisición.

En la segunda parte de la lista se detalla la información relativa al nivel de participación que se pretenda adquirir, especificando si la adquisición de la participación va a suponer un cambio o no en el control de la entidad. En caso de que haya un cambio de control, el adquirente deberá presentar a la autoridad supervisora correspondiente, entre otra documentación, un plan de negocio, con información relativa al plan de desarrollo estratégico vinculado a la adquisición. Si la adquisición no da lugar a cambios en el control de la entidad, el adquirente potencial deberá facilitar un «informe de estrategia» con informa-

ción detallada sobre sus intenciones, y los objetivos y estrategias que se pretenden alcanzar con la adquisición propuesta.

MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS PARA LA FORMULACIÓN DE CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS Y DEL PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD.—El *Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre* (BOE del 24), derogó el Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas, y modificó el PGC, aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, y el PGCPYME, aprobado por Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre.

Su finalidad es transponer los reglamentos 494/2009 y 495/2009, de la Comisión, de 3 de junio de 2009, que modifican el Reglamento 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, de conformidad con el Reglamento 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo, respectivamente, a la NIC 27 «Estados financieros consolidados y separados» y a la NIIF 3 «Combinaciones de negocios».

Las nuevas normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas se estructuran, como las anteriores, en seis capítulos: I) sujetos de la consolidación; II) obligación de consolidar, métodos de consolidación y procedimiento de puesta en equivalencia; III) método de integración global; IV) método de integración proporcional y procedimiento de puesta en equivalencia; V) otras normas aplicables a la consolidación, y VI) normas para la elaboración de las cuentas anuales consolidadas.

La aplicación del método de adquisición, regulado en la norma de registro y valoración 19.^a «Combinaciones de negocios» del PGC, constituye la piedra angular de la consolidación, fijando los criterios generales para integrar los activos y pasivos de las sociedades dependientes en las cuentas consolidadas en la fecha de toma de control. Una vez homogeneizados los criterios de reconocimiento y valoración de los elementos de las cuentas anuales de las sociedades del grupo, este método exige su agregación y posterior eliminación bajo la perspectiva del grupo como sujeto que informa, y no como la mera prolongación de las cuentas anuales individuales de la sociedad dominante.

OCTUBRE 2010

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS CAJAS DE AHORROS.—Las disposiciones finales tercera y cuarta de la *Ley 36/2010, de 22 de octubre* (BOE del 23), del Fondo para la Promoción del Desarrollo, realizaron una serie de precisiones al nuevo régimen jurídico de las cajas de ahorros, regulado ahora por la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de regulación de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas de ahorros, y por 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 concreto: 1) se modifica el porcentaje de representación de las entidades representativas de intereses colectivos en los órganos de gobierno de las cajas, que a partir de la entrada en vigor de esta norma es como mínimo del 5% de los derechos de voto en cada órgano (antes se establecía un máximo del 10%); 2) se establece que los acuerdos de la asamblea se adoptarán, como regla general, por mayoría simple de votos de los concurrentes (antes, solo se mencionaba la existencia de una mayoría simple), y 3) se contempla una nueva excepción en el cómputo total de mandatos de los miembros de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros, que, en general, no podían superar los doce años. Así, en las cajas de ahorros que acuerden su integración con otras entidades o el ejercicio indirecto de su actividad financiera, los cargos en vigor a la entrada en vigor de esta norma

podrán superar el límite de los doce años hasta el cumplimiento del mandato en curso en la entidad de que se trate.

MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE FUTUROS, OPCIONES Y OTROS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS: NUEVA NORMATIVA.—Se publicó el *Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre* (BOE del 16), por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, que deroga la normativa anterior contenida en el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre.

Las novedades más destacables del Real Decreto son las siguientes: 1) se amplían los productos negociables y registrables en estos mercados; 2) se prevé la posibilidad de que la sociedad rectora del mercado pueda ofrecer servicios de negociación, de registro, de compensación, de liquidación y de contrapartida; 3) se actualiza el contenido del reglamento del mercado y de las condiciones generales de los contratos, suprimiéndose algunas menciones, tales como las modalidades de órdenes y los horarios de contratación; 4) se suprime la preceptiva intervención de los organismos reguladores de los mercados donde se negocie el subyacente de los futuros y opciones; 5) se refuerzan los recursos propios de las sociedades rectoras, que no deberán ser inferiores a 18 millones de euros (antes se exigían 9 millones de euros), ni a la suma de las garantías aportadas por la sociedad rectora; 6) se actualizan las entidades que pueden adquirir la condición de miembro del mercado, y la regulación del acceso a dicha condición, que se seguirá otorgando por la sociedad rectora, y 7) se actualiza la normativa referente a las garantías del propio mercado que deberán constituirse por los miembros y por los clientes. Además, se establece un régimen de garantía colectiva, que será obligatorio para todas o, en su caso, para alguna categoría de miembros. El reglamento del mercado deberá concretar los criterios para determinar los miembros obligados a realizar aportaciones, los criterios para determinar los importes de dichas aportaciones y la finalidad de las mismas.

ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO: ACTUALIZACIÓN DE DETERMINADOS PROCEDIMIENTOS ADMINISTRATIVOS Y AUTORIZACIONES.—Se publicó la *Circular 3/2010, de 14 de octubre* (BOE del 29), de la CNMV, sobre los procedimientos administrativos de autorización de las entidades de capital-riesgo (ECR) y de sus sociedades gestoras (SGECR), de las modificaciones de sus reglamentos y estatutos, y de la comunicación de los cambios de consejeros y directivos. Sustituye a la Circular 4/1999, de 22 de septiembre, de la CNMV, con el fin de adaptar su contenido al nuevo marco jurídico establecido por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

Las novedades más importantes de la Circular son las siguientes: 1) actualiza y amplía la información que debe contener el reglamento de gestión o de estatutos sociales; 2) refuerza las condiciones de honorabilidad comercial, empresarial o profesional para cada una de las personas que accedan a cargos de la alta administración (consejeros, directores generales o cargos asimilados) de la sociedad de capital riesgo (SCR), y 3) exige la existencia de un reglamento interno de conducta, y de un manual de prevención de blanqueo de capitales, a efectos de que la CNMV recabe el informe preceptivo del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias en cuanto a la idoneidad de los procedimientos incluidos en el referido manual.

FONDOS DE TITULIZACIÓN: ACTUALIZACIÓN DE LAS NORMAS CONTABLES, CUENTAS ANUALES Y ESTADOS FINANCIEROS.—La *Circular 4/2010, de 14 de octubre* (BOE del 5 de noviembre), de la CNMV, modificó la Circular 2/2009, de 25 de marzo, de la CNMV, sobre

normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

La novedad más importante de la norma es la modificación de la norma 13.^a, relativa al deterioro de los activos titulizados. Hasta la modificación, la norma 13.^a de la Circular 2/2009 establecía que para la determinación de las pérdidas por deterioro de los activos financieros se podrían utilizar modelos basados en métodos estadísticos. Ahora, la Circular concreta los modelos estadísticos estableciendo una metodología próxima a la establecida actualmente por el Banco de España en su anejo IX de la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, modificada por la CBE 3/2010, de 29 de junio, en lo que respecta a la cobertura específica de activos dudosos por razones de la morosidad del cliente.

En este sentido, se introduce un tratamiento general que consiste en aplicar determinados porcentajes de deterioro en función de la antigüedad de la deuda vencida e impagada de una misma operación, de forma que la provisión alcance el 100 % a partir de 12 meses de antigüedad.

Asimismo, se establecen tratamientos específicos para las operaciones con garantía inmobiliaria, las de arrendamiento financiero, las que cuenten con ciertas garantías pignoratias y los activos financieros disponibles para la venta.

Por último, actualiza ciertos anejos de la Circular 2/2009, como consecuencia de la modificación de las normas relativas al deterioro de los activos, e introduce determinadas modificaciones en los estados financieros públicos que remiten a la CNMV, que facilitan su cumplimentación.

NOVIEMBRE 2010

ENTIDADES DE CRÉDITO: DESARROLLO DE DETERMINADOS ASPECTOS DEL MERCADO HIPOTECARIO.—La CBE 7/2010, de 30 de noviembre (BOE del 6 de diciembre), desarrolló determinados aspectos del mercado hipotecario, regulado por la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario. Asimismo, introdujo ciertas modificaciones en la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, conforme a las exigencias de la nueva normativa.

En concreto: 1) se establecen los datos esenciales del registro contable especial que deben llevar las entidades emisoras de cédulas o bonos hipotecarios, y que incorporarán en la memoria de sus cuentas anuales; 2) se detalla técnicamente el contenido mínimo de la nota de la memoria anual de actividades en la que se incluye la manifestación expresa del consejo de administración u órgano equivalente de la entidad de crédito sobre la existencia de políticas y procedimientos expresos en relación con sus actividades en el mercado hipotecario, y por la que dicho órgano se hace expresamente responsable del cumplimiento de la normativa del mercado hipotecario, y 3) se incluyen ciertos criterios técnicos en cuestiones relacionadas con la movilización de hipotecas que tengan, además, el aval de una entidad de crédito o un seguro, y en orden al juicio que debe llevarse a cabo sobre la posible equivalencia de las garantías otorgadas sobre bienes inmuebles ubicados en otros países de la Unión Europea.

SISTEMA EUROPEO DE SUPERVISORES FINANCIEROS.—Se publicaron el *Reglamento 1092/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la UE, y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) (en inglés, *The European*

Systemic Risk Board o ESRB); el *Reglamento 1096/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), por el que se encomienda al Banco Central Europeo (BCE) una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la JERS; el *Reglamento 1093/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea); el *Reglamento 1094/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación); el *Reglamento 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados); y la *Directiva 2010/78/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 15 de diciembre), por la que se modifican las directivas 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2009/65/CE en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión.

La novedad más relevante de este conjunto de normativa es la creación del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF) (en inglés, *European System of Financial Supervision* o ESFS). Su principal objetivo será garantizar la correcta aplicación de la normativa correspondiente al sector financiero, preservar su estabilidad y confianza, así como garantizar una protección adecuada y suficiente para los consumidores de los servicios financieros.

El SESF está compuesto por las tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión (AES) antes citadas, la JERS, el Comité Mixto de las Autoridades Europeas de Supervisión (Comité Mixto), y las autoridades competentes de supervisión de los Estados miembros. Las AES cooperarán de manera regular y estrecha con la JERS, asegurando la coherencia intersectorial de las actividades y alcanzando posiciones comunes en el ámbito de la supervisión de los conglomerados financieros y en otros asuntos intersectoriales. La JERS garantizará la supervisión del sistema financiero de la UE, asumiendo la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la UE, con el fin de prevenir o mitigar el riesgo sistémico, así como evitar episodios de perturbaciones financieras generalizadas.

Por su parte, el BCE asume las funciones de la secretaría de la JERS, proporcionando apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo. Entre otras funciones, le corresponde la recopilación y el tratamiento de información, incluida la de carácter estadístico que el JERS determine. También realizará los análisis necesarios para el desempeño de las funciones que incumben a la JERS. Finalmente, pondrá a disposición de las AES la información sobre riesgos que estas requieran para el desarrollo de su cometido.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA EUROPEA SOBRE LAS OFERTAS PÚBLICAS Y SOBRE LA ADMISIÓN A COTIZACIÓN DE VALORES. —La *Directiva 2010/73/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 11 de diciembre), modificó la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

Se introducen las siguientes novedades: 1) el importe mínimo de los valores incluidos en una oferta a partir del cual resulta de aplicación la Directiva se amplía de 2,5 a 5 millones de euros, quedando las ofertas por importes inferiores fuera de su ámbito de aplicación.

Del mismo modo, también se incrementa de 50 a 75 millones de euros el importe total de la oferta de valores no participativos emitidos de manera continua o reiterada por entidades de crédito, a partir del cual resulta de aplicación la Directiva; 2) se amplía el límite para que sea obligatoria la publicación de un folleto para las ofertas de valores dirigidas a inversores individuales, que ahora se establece en la adquisición de valores por valor de 100.000 euros por inversor (antes, el límite era de 50.000 euros); 3) se introduce la posibilidad de que el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a cotización en un mercado regulado omitan información sobre el garante en el folleto cuando los valores estén garantizados por un Estado miembro, y 4) se amplía de 50.000 a 100.000 euros el límite por debajo del cual están exentos de su ámbito de aplicación los emisores que emitan exclusivamente obligaciones admitidas a cotización en un mercado regulado.

DIRECTIVA COMUNITARIA SOBRE LA SUPERVISIÓN DE LAS POLÍTICAS DE REMUNERACIÓN, LA CARTERA DE NEGOCIACIÓN Y LAS RETITULIZACIONES. — La *Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre* (DOUE del 14 de diciembre), modificó las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a la supervisión de las políticas de remuneración, y a los requisitos de capital para la cartera de negociación y las retitulizaciones.

Los aspectos más significativos son los siguientes: 1) se amplían los requisitos impuestos a las entidades de crédito y a las empresas de inversión (en adelante, las entidades) por la Directiva 2006/48/CE, para establecer y mantener políticas y prácticas en materia de remuneración, sobre todo para aquellas categorías de empleados cuyas actividades profesionales inciden de manera importante en su perfil de riesgo; 2) se exige el establecimiento de un *comité de remuneraciones* para las entidades que tengan una importancia considerable por su tamaño y organización interna como parte integrante de su estructura de gobernanza y de su organización; 3) se ajustan los componentes de la remuneración basados en el rendimiento a los resultados a largo plazo y a los riesgos vivos asociados a esos resultados, y 4) se faculta a las autoridades nacionales competentes para limitar la remuneración variable en forma de porcentaje de los ingresos netos totales.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES: MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CONTABILIDAD Y DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA. — La *Orientación BCE/2010/20, de 11 de noviembre* (DOUE de 9 de febrero), sustituyó a la Orientación BCE/2006/16, de 10 de noviembre, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Se realizan ciertas modificaciones en los criterios de valoración del balance. Concretamente, la revalorización de las tenencias de los derechos especiales de giro (DEG), incluidas las tenencias de divisas individuales designadas para la cesta del DEG. La revalorización deberá tratarse como una única tenencia, mientras que las de las tenencias de la moneda extranjera, incluidas las operaciones reflejadas en el balance y fuera de balance, continúan efectuándose divisa por divisa.

Se introduce la cobertura del riesgo de tipos de interés de los valores mediante derivados, que consiste en la designación de un derivado cuya variación de su valor razonable compense la variación esperada del valor razonable del valor cubierto ante variaciones de tipos de interés.

En general, los instrumentos cubiertos y los derivados de cobertura se tratarán conforme a las disposiciones generales, las normas de valoración, las normas de reconocimiento de

ingresos y los requisitos específicos de cada instrumento que se establecen en la Orientación. No obstante, la Orientación establece un tratamiento alternativo de valoración si se cumplen ciertos requisitos.

DICIEMBRE 2010

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE DETERMINACIÓN Y CONTROL DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS.—Se publicó la *CBE 9/2010, de 22 de diciembre* (BOE del 30), que modificó la *CBE 3/2008, de 22 de mayo*, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, con el fin de transponer dos directivas comunitarias: la Directiva 2009/27/CE, de la Comisión, de 7 de abril, que modificó determinados anexos de la Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, y la Directiva 2009/83/CE, de la Comisión, de 27 de julio, que modificó determinados anejos de la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, en lo que se refiere a las técnicas de gestión de riesgos.

La Circular introduce ciertas modificaciones en la *CBE 3/2008* respecto a: los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito, tanto para el método estándar como para el basado en calificaciones internas; las técnicas de reducción del riesgo de crédito; la titulización; el tratamiento del riesgo de contraparte y de la cartera de negociación, y las obligaciones de información al mercado. Además, aprovecha para introducir algunas mejoras técnicas y de redacción del texto original.

En relación con el riesgo de liquidez y los riesgos derivados de las operaciones de titulización, y en tanto no se complete el proceso de transposición de la Directiva 2009/111/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, se introduce un anejo que contiene unas «Guías complementarias a las normas contenidas en la Circular», en las que se establece una serie de previsiones tendentes a reforzar la organización interna, gestión de riesgos y control interno, y demás aspectos relevantes.

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVADA.—La *CBE 8/2010, de 22 de diciembre* (BOE del 30), modificó la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

La finalidad de la Circular es la adaptación de la *CBE 4/2004* a los Reglamentos (CE) 494/2009 y 495/2009, de la Comisión Europea, de 3 de junio, que introdujeron la revisión de la norma internacional de información financiera (NIIF) número 3 y de la norma internacional de contabilidad (NIC) 27, aprobadas por el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, de la Comisión Europea, de 3 de noviembre, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad, de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo.

Las mayores novedades que introduce la Circular son las referidas al capítulo III, «combinación de negocios y consolidación». En la Circular se enfatiza el momento de la toma de control como un hecho que modifica significativamente la naturaleza y circunstancias económicas de la inversión. Así, se precisan cuestiones que anteriormente quedaban indefinidas, tales como la estimación del fondo de comercio en tomas de control por etapas, las operaciones con socios externos, o las combinaciones de negocios realizadas exclusivamente por contrato. Por otra parte, introduce algunas novedades en términos de valoración que afectan a las contraprestaciones contingentes y los pasivos contingentes.

ENTIDADES ASEGURADORAS: MODIFICACIÓN DEL PLAN DE CONTABILIDAD.—El *Real Decreto 1736/2010, de 23 de diciembre* (BOE del 30), modificó el Plan de Contabilidad de las entidades aseguradoras, aprobado por el Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio, con el fin de incorporar las novedades introducidas por el Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas.

Al igual que en el caso de las entidades de crédito, la incorporación del método de adquisición constituye la piedra angular de la consolidación, fijando los criterios generales para integrar los activos y pasivos de las sociedades dependientes, en las cuentas consolidadas en la fecha de toma de control. Las restantes novedades son similares a las ya citadas para aquellas entidades.

Por otro lado, se adapta el contenido del Plan de Contabilidad al Reglamento 1004/2008, de la Comisión, por el que se modifica el Reglamento 1725/2003, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad, y en particular las modificaciones de las NIC 39 y NIIF 7 aprobadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) de 13 de octubre de 2008. La adaptación consiste en una revisión parcial de la norma de registro y valoración 8.^a (instrumentos financieros) en materia de reclasificaciones de activos financieros, incluyendo, a este respecto, información adicional y complementaria en la memoria de las cuentas anuales.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: OPERACIONES CON INSTRUMENTOS DERIVADOS.—La *Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la CNMV* (BOE del 11 de enero), sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC), desarrolló la Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las IIC de carácter financiero en instrumentos derivados y por la que se aclaran determinados conceptos del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC. Asimismo, incorporó los postulados de la Directiva 2010/43/UE, de la Comisión, de 1 de julio, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE FUTUROS, OPCIONES Y OTROS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS: NUEVO REGLAMENTO.—Mediante la *Resolución de 21 de diciembre de 2010, de la CNMV* (BOE del 5 de enero), se publicó el nuevo Reglamento del Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones (MEFF), conforme a la habilitación otorgada por el Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados. El nuevo Reglamento consta de nueve capítulos y desarrolla los postulados establecidos en el Real Decreto 1282/2010.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2011.—Como es habitual en el mes de diciembre, se publicó la *Ley 39/2010, de 22 de diciembre* (BOE del 23), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2011. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados:

Se autoriza al Gobierno para que incremente el saldo vivo de la deuda del Estado durante 2011, con la limitación de que dicho saldo no supere el correspondiente a primeros de año en más de 43.626 millones de euros (78.136 millones de euros fue la limitación del presu-

puesto anterior), permitiéndose que dicho límite sea sobrepasado durante el curso del ejercicio, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

Desde el punto de vista fiscal, se resaltan las siguientes novedades: 1) se introduce una moderada elevación de los tipos de gravamen aplicables para las rentas superiores a 120.000 y 175.000 euros, que pasan del 43 % al 44 %, y del 43 % al 45 %, respectivamente; 2) se modifica la tributación de las retribuciones plurianuales introduciendo un límite de 300.000 euros en la cuantía del rendimiento íntegro sobre la que se aplicará la reducción del 40 %; 3) se suprime la deducción por nacimiento o adopción (fijada en 2.500 euros), y se modifican las deducciones fiscales por adquisición de vivienda y por alquiler de vivienda; 4) 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; 5) en las SICAV se introduce el gravamen equivalente a las rentas del ahorro (entre el 19 % y el 21 %) en los supuestos de percepciones derivadas de las reducciones de capital social con devolución de aportaciones a los socios, así como en el supuesto de reparto de prima de emisión de acciones a estos últimos (esta medida se aplica de forma equivalente en el impuesto sobre sociedades).

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.

ENERO 2011

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2011 Y ENERO DE 2012. —Se publicaron la *Orden EHA/1/2011, de 10 de enero*, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2011 y enero de 2012 (BOE del 12), y las *resoluciones de 20 y de 24 de enero de 2011, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera* (BOE del 29 y del 28), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publicó 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 (ofertas competitivas y no competitivas) y mediante otros procedimientos. Además, se mantiene la posibilidad de excluir, a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medios ponderados, aquellas peticiones competitivas, tanto de letras como de bonos y obligaciones, que se consideren no representativas de la situación del mercado, para no distorsionar el resultado de las subastas.

Respecto a las letras del Tesoro, al igual que en 2010, se subastarán 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. En cuanto a los bonos y obligaciones del Estado, el anuncio de los valores que se ponen en oferta pasa de tener periodicidad trimestral a mensual, con la finalidad de poder adaptar la emisión a las preferencias del mercado.

EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE SOLVENCIA. —La *Circular 1/2011, de 21 de enero, de la CNMV* (BOE del 25), modificó la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, sobre solvencia de las ESI y sus grupos consolidables, con el fin de transponer dos directivas comunitarias: la Directiva 2009/27/CE, de la Comisión, de 7 de abril, y la Directiva 2009/83/CE, de la Comisión, de 27 de julio. Introducía asimismo dicha Circular diversos cambios y mejoras provenientes de la experiencia en la aplicación de la normativa sobre solvencia.

Las novedades más relevantes son las siguientes: 1) se aclaran conceptos relacionados con el riesgo de posición y el riesgo de crédito de contraparte de determinados derivados de crédito, con especial atención a la cartera de negociación; 2) se aclaran y precisan diferentes aspectos relacionados con las exigencias de recursos propios por riesgo de crédito (en particular, cuando existan calificaciones crediticias) y con las técnicas de reducción de dicho riesgo; 3) las exigencias de recursos propios por riesgo de crédito de las titulaciones pasan a regularse por referencia a la CBE 3/2008, de 22 de mayo; 4) se introducen diversos cambios en el cálculo de las exigencias de recursos propios por riesgo operacional; 5) se establece la obligación de publicar el informe sobre solvencia en la página web de la propia ESI o, en su caso, en la página web del grupo consolidable al que pertenezca; 6) se incluyen los créditos fiscales que hayan activado las entidades dentro de las deducciones de los recursos propios cuando tales créditos resulten de dudosa materialización y siempre que, a juicio de la CNMV, se observen un deterioro significativo de los recursos propios computables o una dificultad para la recuperación de los mismos; 7) se hace una serie de precisiones en los requerimientos de recursos propios por gastos de estructura, y 8) se añaden nuevas exclusiones en los límites a los grandes riesgos.

FEBRERO 2011

MEDIDAS PARA EL REFORZAMIENTO DEL SISTEMA FINANCIERO.—Se publicó el *Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero* (BOE del 19), para el reforzamiento del sistema financiero, con un doble objetivo: por un lado, reforzar el nivel de solvencia de las entidades de crédito, mediante una mayor exigencia del capital de máxima calidad. Por otro, acelerar la fase final de los procesos de reestructuración de las entidades, especialmente las cajas de ahorros, a través del marco creado por 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. Las medidas contempladas se articulan en dos grandes bloques: el reforzamiento de la solvencia de las entidades y la adaptación del FROB como instrumento público para facilitar la nueva capitalización exigida.

REFORZAMIENTO DE LA SOLVENCIA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Se introduce la definición de capital principal, en línea con el denominado «common equity tier 1» previsto en Basilea III con ciertas diferencias, y se procede al establecimiento de un mínimo de dicho capital con relación a los activos ponderados por riesgo. Así, las entidades de crédito deberán contar con un capital principal de, al menos, el 8% de sus exposiciones totales ponderadas por riesgo. Este requerimiento será del 10% para aquellas entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros por, al menos, un 20% del mismo y que, además, presenten un coeficiente de financiación mayorista superior al 20%. Adicionalmente, el Banco de España podrá requerir mayores niveles de capital principal en función de los resultados de ejercicios de resistencia. A este respecto, la *CBE 2/2011, de 4 de marzo* (BOE de 5 marzo), definió lo que se entiende por coeficiente de financiación mayorista como la relación existente entre la financiación mayorista neta de activos líquidos disponibles y el crédito a la clientela. A tal efecto, se consideran financiación mayorista los depósitos de bancos centrales y de entidades de crédito las emisiones de valores colocadas a inversores mayoristas o institucionales y los depósitos recibidos de profesionales del mundo financiero o de grandes empresas, salvo saldos operativos.

Los nuevos requerimientos entraron en vigor el 10 de marzo de 2011. No obstante, para aquellas entidades que a dicha fecha no alcanzaban el nivel requerido de capital principal se ha diseñado una estrategia progresiva de cumplimiento que, en función de que se satisfagan determinados hitos, podría llegar hasta el 31 de marzo de 2012.

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DEL FROB

Se amplían las funciones del FROB para posibilitar el reforzamiento de los recursos propios de las entidades sin necesidad de que automáticamente vaya aparejado un proceso

de integración como estaba previsto en el Real Decreto Ley 9/2009. Así, aquel también podrá adoptar medidas de apoyo financiero, tales como la adquisición de acciones ordinarias representativas del capital social o de aportaciones al capital social, respecto a entidades que, sin presentar las debilidades financieras ya anteriormente previstas, necesiten reforzar sus recursos propios, y así lo soliciten.

La adquisición de títulos por parte del FROB estará condicionada a la elaboración por la entidad de un plan de recapitalización, que deberá ser aprobado por el Banco de España, debiendo asumir la entidad ciertos compromisos relacionados, por ejemplo, con la reducción de costes estructurales —si así lo considera el FROB—, mejora de su gobierno corporativo e incremento de su actividad de crédito en términos compatibles con su plan de negocio. También se les podrán exigir compromisos adicionales para preservar una utilización eficiente de los recursos públicos.

La presencia del FROB en el capital —y, consiguientemente, en el órgano de administración— de las entidades es temporal, ya que se establece que la enajenación de los títulos se realizará a través de procedimientos que aseguren la competencia dentro de un plazo no superior a los cinco años a contar desde la fecha de su suscripción.

MEDIDAS DE LUCHA CONTRA LA MOROSIDAD EN LAS OPERACIONES COMERCIALES: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA COMUNITARIA.—La *Directiva 2011/7/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de febrero* (DOUE del 23), sustituyó a la *Directiva 2000/35/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio*, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales.

Las novedades más relevantes son las siguientes: 1) se actualiza la definición del interés legal de demora que el acreedor tiene derecho a percibir por retraso del deudor en el pago de las operaciones comerciales; 2) se hace una distinción específica de las operaciones comerciales entre empresas particulares, de aquellas otras en las que el deudor es el sector público. En las primeras se mantiene el derecho que tiene el acreedor a percibir el interés de demora a partir del día siguiente a la fecha de pago o al término del plazo de pago que se fije en el contrato. Si no se fija la fecha o el plazo de pago, el acreedor tendrá derecho a un interés de demora al vencimiento en un plazo de 30 días naturales a contar desde cualquiera de los supuestos establecidos en la Directiva.

En las operaciones en que el deudor sea el sector público tampoco debe superar ninguno de los plazos comentados para las operaciones entre empresas (30 días naturales). No obstante, se podrá ampliar hasta un máximo de 60 días naturales cuando se trate de: 1) entidades públicas que realicen actividades económicas de carácter industrial o mercantil y entreguen bienes o presten servicios en el mercado y que estén sometidos a ciertos requisitos en materia de transparencia, o 2) entidades públicas que presten servicios de asistencia sanitaria y que estén debidamente reconocidas para ello.

LEY DE ECONOMÍA SOSTENIBLE.—Se publicó la *Ley 2/2011, de 4 de marzo* (BOE del 5), de Economía Sostenible. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados: 1) como transposición de la *Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre*, se exige a las entidades de crédito y a las ESI incrementar la transparencia en relación con la remuneración de sus consejeros y altos directivos, así como sobre sus políticas de retribuciones, de forma que sean coherentes con una gestión del riesgo prudente y eficaz; 2) en la misma línea, se exige a las sociedades anónimas cotizadas hacer público, junto con el informe anual de gobierno corporati-

vo, un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros que incluirá un resumen de la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las remuneraciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros; 3) se reordenan las normas básicas sobre protección de los usuarios de servicios financieros a través de los servicios de reclamaciones de los supervisores financieros; 4) se obliga a las entidades de crédito al establecimiento de prácticas para la concesión responsable de préstamos y créditos a los consumidores, que se recogerán en documento escrito del que se dará cuenta en una nota de la memoria anual de actividades de la entidad; 5) se incluyen medidas de reforma de los mercados de seguros y fondos de pensiones, entre otras, la mejora de la regulación aplicable los comercializadores de planes de pensiones, perfeccionamiento de las competencias del supervisor respecto a los citados comercializadores y las entidades depositarias, así como otras disposiciones dirigidas a mejorar la tutela de los derechos de los asegurados, a simplificar y agilizar los trámites y a aumentar la protección de los ahorradores y los tomadores de seguros; 6) se actualiza el régimen disciplinario al que están sujetas las entidades financieras, entre otras, con elevación del importe de las multas; 7) se permite que los saldos del fondo de reserva obligatorio de las cooperativas de crédito que se hubieran transformado en otra entidad de crédito puedan integrarse en el capital social de la entidad resultante de la transformación durante el ejercicio 2011; 8) se prevé que los informes que se han de recabar, respectivamente, entre las autoridades de competencia y los supervisores sectoriales tengan carácter determinante para el órgano que los solicita, y 9) se refuerzan los poderes de supervisión de las autoridades, especialmente de la CNMV, y se endurece el régimen disciplinario.

CONVENIOS DE PROMOCIÓN DE FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS. — Se publicó la *Orden PRE/627/2011, de 22 de marzo* (BOE del 25), que sustituye y deroga a la *Orden PRE/3/2007, de 10 de enero*, sobre los convenios de promoción de fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial. La norma introduce las siguientes novedades: 1) se atribuye al Tesoro la competencia para exigir una comisión a favor del Estado por la concesión del aval, cuya cuantía se fijará en función del valor nominal de los valores de renta fija avalados y su calificación crediticia previa a tomar en consideración la concesión del aval, y que deberá satisfacer la sociedad gestora del fondo de titulización de activos a cargo o por cuenta de dicho fondo; 2) se retrasa una quincena el plazo de presentación de las solicitudes para facilitar el cumplimiento del nuevo requisito de publicidad previa de la comisión que, en su caso, se aplique para cada convocatoria; 3) el titular de la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa asume la presidencia de la Comisión de Evaluación, y 4) se habilita a dicha Dirección General para la modificación de los modelos de los convenios.

2 ÍNDICE SISTEMÁTICO DE MATERIAS OBJETO DE NUEVA REGULACIÓN

MATERIAS	FECHA DE LA NORMA	<i>BOLETÍN ECONÓMICO</i>
1 SEBC, BCE Y BANCO DE ESPAÑA		
a) Política monetaria		
BCE: modificación de la normativa sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	4.3.2010 16.9.2010	Abr 2010 Ene 2011
b) Sistemas de pagos		
Servicios y entidades de pago: desarrollo de la normativa	28.5.2010	Jul-Ago 2010
TARGET2: actualización de su normativa	15.9.2010	Ene 2011
c) Otras áreas		
Sistema Europeo de Bancos Centrales: modificación del régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera	11.11.2010	Ene 2011
2 INSTITUCIONES FINANCIERAS		
Desarrollo del régimen de las participaciones significativas	28.9.2010	Ene 2011
Ley de Economía Sostenible	4.3.2011	Abr 2011
a) Entidades de crédito		
Modificación de la normativa relativa a las estadísticas de los tipos de interés	27.1.2010	Abr 2010
Modificación de las normas de información financiera pública y reservada	27.1.2010	Abr 2010
Fondo para la adquisición de activos financieros: modificación parcial de sus directrices de inversión	9.3.2010	Abr 2010
Medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo	9.4.2010	Jul-Ago 2010
Sistemas de garantía de depositantes e inversores: modificación de la normativa	14.1.2010	Jul-Ago 2010
Regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios	11.6.2010	Jul-Ago 2010
Normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros	29.6.2010 22.12.2010	Jul-Ago 2010 Ene 2011
Nuevo régimen jurídico de las cajas de ahorros	9.7.2010	Oct 2010
Nuevas disposiciones en materia de solvencia, liquidez y fiscalidad	9.7.2010	Oct 2010
Agentes y acuerdos para la prestación de servicios financieros	30.7.2010	Oct 2010
Modificación del régimen jurídico de las cajas de ahorros	22.10.2010	Ene 2011
Desarrollo de determinados aspectos del mercado hipotecario	30.11.2010	Ene 2011
Modificación de la normativa de determinación y control de los recursos propios mínimos	22.12.2010	Ene 2011
Medidas para el reforzamiento del sistema financiero	18.2.2011	Abr 2011
b) Instituciones de inversión colectiva		
Regulación y control de la publicidad de los servicios y productos de inversión	11.6.2010	Jul-Ago 2010
Servicios de inversión: actualización de la normativa en materia de tarifas y de contratos-tipo	11.6.2010	Jul-Ago 2010
Información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión	28.7.2010	Oct 2010
Modificación de la normativa de solvencia	21.1.2011	Abr 2011
c) Instituciones de inversión colectiva		
Modificación del reglamento de las instituciones de inversión colectiva	7.6.2010	Jul-Ago 2010
Operaciones con instrumentos derivados	21.12.2010	Abr 2011
d) Otras instituciones		
Entidades de capital-riesgo: actualización de determinados procedimientos administrativos y autorizaciones	14.10.2010	Ene 2011
Fondos de titulización: actualización de las normas contables, cuentas anuales y estados financieros	14.10.2010	Ene 2011
Entidades aseguradoras: modificación del plan de contabilidad	23.12.2010	Ene 2011
Convenios de promoción de fondos de titulización de activos	22.3.2011	Abr 2011

MATERIAS	FECHA DE LA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
3 MERCADO DE VALORES		
a) Mercado de deuda pública		
Condiciones de emisión durante 2010 y enero de 2011	20.1.2010 21.1.2010 22.1.2010	Abr 2010
Deuda del Estado: condiciones de emisión durante 2011 y enero de 2012	10.1.2011 20.1.2011 24.1.2011	Abr 2011
b) Mercados de valores privados		
Modificación del reglamento de la sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores	26.5.2010	Jul-Ago 2010
Regulación y control de la publicidad de los servicios y productos de inversión	11.6.2010	Jul-Ago 2010
Modificación de las normativas del mercado de valores y de la auditoría de cuentas	30.6.2010	Oct 2010
Valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación	28.7.2010	Oct 2010
Mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados: nueva normativa	15.10.2010	Ene 2011
Modificación de la normativa europea sobre las ofertas públicas y sobre la admisión a cotización de valores	24.11.2010	Ene 2011
Mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados: nuevo reglamento	21.12.2010	Abr 2011
4 LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA		
Modificación de determinadas directivas comunitarias referentes al régimen de solvencia y supervisión de las entidades financieras	16.9.2009	Abr 2010
Mecanismo europeo de estabilización financiera y facilidad europea de estabilización financiera	11.5.2010	Jul-Ago 2010
Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM): desarrollo de la normativa	1.7.2010	Oct 2010
Sistema europeo de supervisores financieros	17.11.2010 24.11.2010	Ene 2011
Directiva comunitaria sobre la supervisión de las políticas de remuneración, la cartera de negociación y las retitulizaciones	24.11.2010	Ene 2011
Medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales: modificación de la normativa comunitaria	16.2.2011	Abr 2011
5 NORMAS FISCALES Y OTRAS MATERIAS		
Fondo de apoyo a la República Helénica	7.5.2010	Jul-Ago 2010
Medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales: modificación de la normativa	5.7.2010	Oct 2010
Sociedades de capital	2.7.2010	Oct 2010
Modificación de las normas para la formulación de cuentas anuales consolidadas y del Plan General de Contabilidad	17.9.2010	Ene 2011
Presupuestos Generales del Estado para el año 2011	22.12.2010	Ene 2011

ÍNDICES

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	25
Cuadro 2.1	Simulaciones del impacto de ajustes permanentes en los ingresos y gastos públicos sobre el PIB y el empleo	55
Cuadro 2.2	Disponibilidad de información intraanual sobre la ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas, el Estado, la seguridad social y las comunidades autónomas	60
Cuadro 2.3	Principales rasgos del nuevo sistema de financiación de las CCAA de régimen común	63
Cuadro 2.4	Sistemas de pensiones en la UE 15	65
Cuadro 2.5	Indicadores de regulación del sector sanitario y estimación del impacto potencial de cambios regulatorios sobre la eficiencia	69
Cuadro 3.1	Principales indicadores macroeconómicos	78
Cuadro 3.2	Principales medidas de gestión de flujos financieros y de corte macroprudencial	96
Cuadro 3.3	Resumen comparativo de las reformas financieras	99
Cuadro 4.1	Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	109
Cuadro 5.1	Principales operaciones no financieras de las AAPP	129
Cuadro 5.2	Factores explicativos de los cambios en el saldo de las administraciones públicas en España ajustado por el ciclo económico	130
Cuadro 5.3	Mercado de trabajo: algunos indicadores relevantes	133
Cuadro 5.4	Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	135
Cuadro 6.1	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	167
Cuadro 6.2	Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados	168
Cuadro 6.3	Operaciones financieras de la nación	170
Cuadro 6.4	Entidades de crédito. Balance y cuenta de resultados	174
Cuadro 7.1	Entidades bajo supervisión del Banco de España	195

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1	PIB, consumo privado, empleo y formación bruta de capital fijo	16
Gráfico 1.2	Financiación de hogares y sociedades no financieras	26
Gráfico 1.3	Necesidad de financiación de la economía	28
Gráfico 1.4	Empleo y paro	29
Gráfico 1.5	Costes laborales	30
Gráfico 1.6	Diferencial de inflación de España con la UEM	31
Gráfico 2.1	Evolución comparada del saldo y deuda públicos en algunos países desarrollados	48
Gráfico 2.2	Factores explicativos de los cambios en el saldo de las Administraciones Públicas en España (porcentajes del PIB acumulados)	49
Gráfico 2.3	Escenario de medio plazo de la evolución de la ratio de deuda pública sobre el PIB en España	52
Gráfico 2.4	Tensiones en cantidades y precios en los mercados de deuda	54
Gráfico 2.5	Distribución del gasto público en políticas activas de empleo en España y algunos países de la UE en 2008	70
Gráfico 2.6	Cuña fiscal media sobre las rentas del trabajo	71
Gráfico 2.7	Estructura de la imposición en España y en la UE	72
Gráfico 2.8	Peso de los gastos fiscales en las principales figuras impositivas en España	73
Gráfico 3.1	Evolución del PIB	79
Gráfico 3.2	Actividad económica global	82
Gráfico 3.3	Indicadores de actividad	84
Gráfico 3.4	Mercados financieros internacionales	85
Gráfico 3.5	Condiciones de financiación	86
Gráfico 3.6	Inflación y materias primas	88
Gráfico 3.7	Política fiscal en economías desarrolladas	92
Gráfico 3.8	Política monetaria en economías desarrolladas	93
Gráfico 3.9	Tipos de cambio y flujos de capital en economías emergentes	95
Gráfico 3.10	Estabilidad económica y financiera global	98
Gráfico 4.1	UEM: crecimiento, mercado de trabajo y precios	106
Gráfico 4.2	UEM: diferenciales soberanos frente a Alemania	107
Gráfico 4.3	Condiciones financieras en la zona del euro	108
Gráfico 4.4	Holgura de las condiciones económicas	110
Gráfico 4.5	Financiación al sector privado	113
Gráfico 4.6	Política monetaria de la zona del euro	114
Gráfico 4.7	UEM: política fiscal	115
Gráfico 5.1	Caracterización del ciclo actual	126
Gráfico 5.2	Financiación de los sectores residentes no financieros y precio de los activos	127
Gráfico 5.3	Principales agregados macroeconómicos	136
Gráfico 5.4	Consumo final de los hogares	136
Gráfico 5.5	Inversión en vivienda e inversión productiva privada	137
Gráfico 5.6	Demanda exterior y principales determinantes	142
Gráfico 5.7	Indicadores de competitividad y cuotas de exportación	143

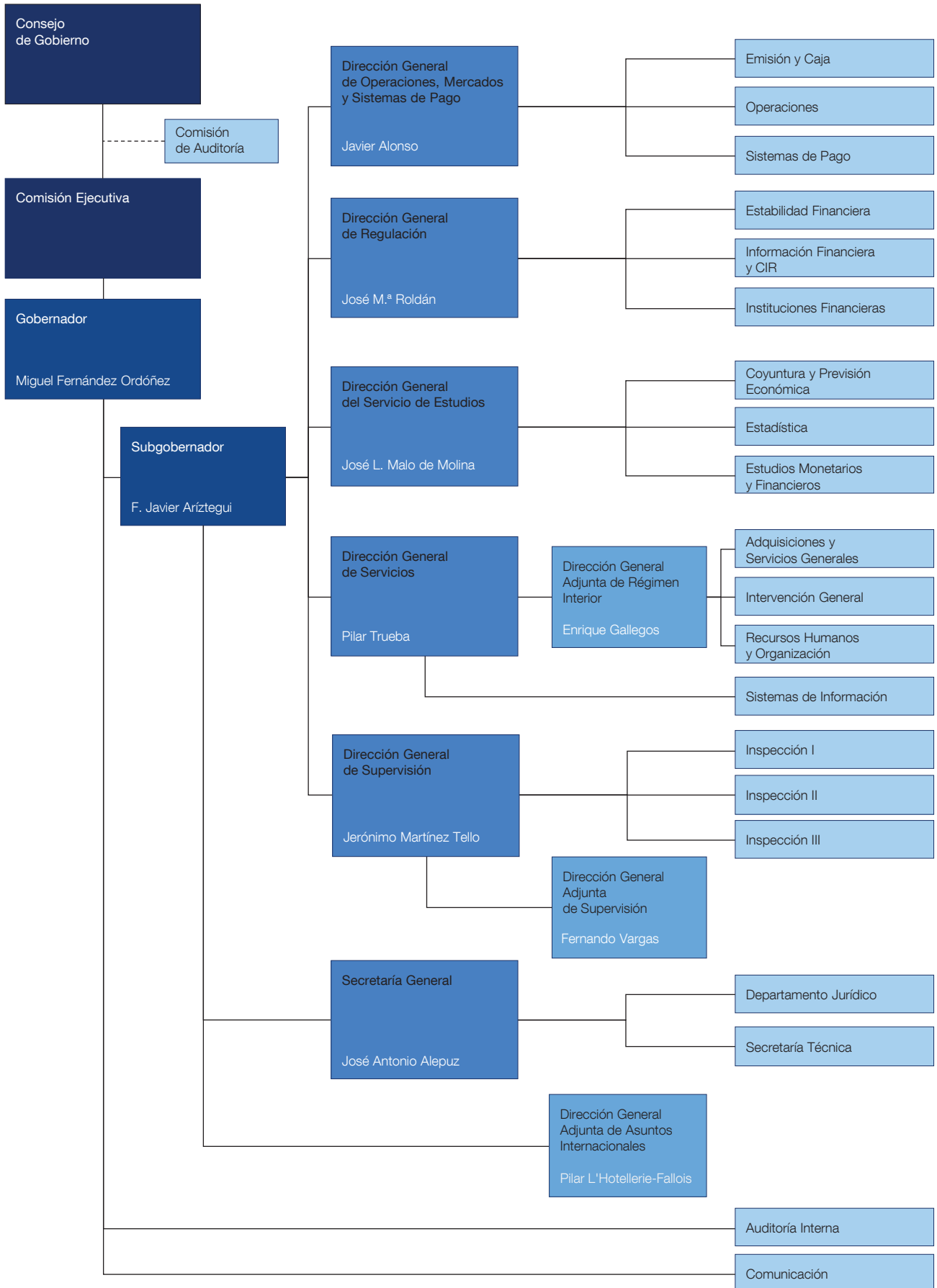
Gráfico 5.8	VAB y empleo por ramas de actividad	145
Gráfico 5.9	Empleo y salarios	146
Gráfico 5.10	Determinantes de la evolución de la inflación	148
Gráfico 5.11	Cuenta del resto del mundo	150
Gráfico 5.12	Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación	151
Gráfico 6.1	Tipos de interés, condiciones de oferta y evolución del crédito, precio de la vivienda y ratios de morosidad	161
Gráfico 6.2	Evolución de los mercados financieros	165
Gráfico 6.3	Activos financieros netos frente al resto del mundo	169
Gráfico 6.4	Reestructuración del sistema financiero	172
Gráfico 6.5	Inversores institucionales	176
Gráfico 6.6	Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH	178
Gráfico 6.7	Indicadores de posición patrimonial de las sociedades no financieras	179
Gráfico 6.8	Administraciones Públicas	180

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1.1	El papel de la flexibilidad de precios y salarios en el ajuste de la economía española dentro de la UEM	32
Recuadro 1.2	Los principales pasos en el proceso de saneamiento, reestructuración y recapitalización del sistema bancario español	36
Recuadro 1.3	Consolidación fiscal y reformas estructurales	41
Recuadro 2.1	Los límites al gasto público como mecanismo de disciplina presupuestaria	57
Recuadro 2.2	El marco institucional de la política fiscal	62
Recuadro 2.3	La reforma del sistema de pensiones	66
Recuadro 3.1	El creciente peso de las economías emergentes en la economía global	80
Recuadro 3.2	La evolución reciente de los precios de las materias primas: implicaciones para las economías desarrolladas	89
Recuadro 4.1	Determinantes del comportamiento asimétrico del empleo en la UEM	111
Recuadro 4.2	El impacto sobre la inflación de perturbaciones transitorias en situaciones de holgura económica	120
Recuadro 5.1	Una comparación internacional del proceso de ajuste de los precios de la vivienda	139
Recuadro 5.2	Vías de corrección del déficit exterior español	152
Recuadro 6.1	El impacto de las tensiones en los mercados financieros sobre la financiación de los sectores residentes	158
Recuadro 6.2	El despalancamiento del sector privado no financiero	163

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO
DEL BANCO DE ESPAÑA

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



CONSEJO DE GOBIERNO

GOBERNADOR	Miguel Fernández Ordóñez
SUBGOBERNADOR	F. Javier Aríztegui
CONSEJEROS	Carmen Alonso Ledesma Ángel Luis López Roa Guillem López José María Marín Vicente Salas Ana M. ^a Sánchez Trujillo
DIRECTORA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Soledad Núñez
VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Fernando Restoy
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Luis Malo de Molina José María Roldán Pilar Trueba Javier Alonso Jerónimo Martínez Tello
SECRETARIO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Antonio Alepuz
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	M. ^a Luisa Teijeiro

COMISIÓN EJECUTIVA

GOBERNADOR	Miguel Fernández Ordóñez
SUBGOBERNADOR	F. Javier Aríztegui
CONSEJEROS	Ángel Luis López Roa Vicente Salas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO (<i>Con voz y sin voto</i>)	José Luis Malo de Molina José María Roldán Pilar Trueba Javier Alonso Jerónimo Martínez Tello
SECRETARIO (<i>Con voz y sin voto</i>)	José Antonio Alepuz

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Central de Información de Riesgos (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).
- 54 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. I: Banco de San Carlos (2009).
- 55 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540-1740).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1111 ÁLVARO CARTEA Y JOSÉ PENALVA: Where is the value in high frequency trading?
- 1112 FILIPA SÁ Y FRANCESCA VIANI: Shifts in portfolio preferences of international investors: an application to sovereign wealth funds.
- 1113 REBECA ANGUREN MARTÍN: Credit cycles: Evidence based on a non linear model for developed countries.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.
- 1002 SONSOLES GALLEGU, SÁNDOR GARDÓ, REINER MARTIN, LUIS MOLINA Y JOSÉ MARÍA SERENA: The impact of the global economic and financial crisis on Central Eastern and SouthEastern Europe (CESEE) and Latin America.
- 1101 LUIS ORGAZ, LUIS MOLINA Y CARMEN CARRASCO: El creciente peso de las economías emergentes en la economía y gobernanza mundiales. Los países BRIC.
- 1102 KLAUS SCHMIDT-HEBBEL: Central banking in Latin America: changes, achievements, challenges.

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

EDICIONES VARIAS¹

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (***)

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21st century (2006). Ejemplar gratuito.

JUAN F. JIMENO (Ed.): Spain and the euro. The first ten years (2010). Ejemplar gratuito.

TERESA TORTELLA: El Banco de España desde dentro. Una historia a través de sus documentos. Edición en tapa dura: 30 €; edición en rústica: 24 €.

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web²)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

Unidad de Publicaciones
Alcalá, 522 - 28027 Madrid
Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488
Correo electrónico: publicaciones@bde.es
www.bde.es