

INFORME ANUAL

2011

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



INFORME ANUAL 2011

ÍNDICE GENERAL

1 RASGOS BÁSICOS	1	Introducción	7
	2	El alcance sistémico de la crisis de la deuda soberana	7
	3	La recaída de la economía española	16
	4	Las políticas para la superación de la crisis	24
2 LA COMPETITIVIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	1	Introducción	39
	2	El papel de la competitividad en el ajuste de la economía española	41
	3	Algunas aproximaciones al análisis de la competitividad	45
	4	El comportamiento de la competitividad de la economía española	49
	5	La competitividad desde una perspectiva microeconómica empresarial	55
	6	Políticas para favorecer la competitividad	59
3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO	1	Introducción	67
	2	Evolución económica y transmisión internacional de la crisis del euro	68
	3	Políticas económicas	78
	3.1	Economías avanzadas	78
	3.2	Economías emergentes	84
	4	Ajustes internos y externos. La coordinación internacional de políticas	85
	4.1	Ajustes internos	85
	4.2	Desequilibrios externos	87
	4.3	Coordinación internacional de políticas	89
	5	Perspectivas y riesgos	90
4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN	1	Carácter sistémico de la crisis de la deuda soberana	93
	2	Evolución macroeconómica y políticas de demanda	101
	3	Avances en la reforma de la gobernanza europea	106
	4	Las prioridades de las políticas económicas nacionales en el contexto de la UEM	109
	5	Perspectivas y retos	110
5 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	1	Las condiciones monetarias y financieras	113
	2	Las políticas económicas	116
	2.1	La política fiscal	116
	2.2	Las otras políticas económicas	120
	3	La demanda	121
	3.1	La demanda nacional	121
	3.2	La demanda exterior	128
	4	La actividad	131
	5	El mercado de trabajo	132
	6	Los precios y los costes	134
	7	La necesidad de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales	139
6 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA	1	Introducción	143
	2	Los mercados financieros españoles	149
	2.1	Los precios negociados	149
	2.2	Los mercados primarios	150
	2.3	La actividad en los mercados secundarios	151

	3	La inversión y la financiación exterior de la economía española	152
	4	Los intermediarios financieros españoles	154
	4.1	Las entidades de crédito	154
	4.2	Los inversores institucionales	158
	5	Los flujos financieros y la posición patrimonial del sector no financiero	160
	5.1	Los hogares	160
	5.2	Las sociedades	161
	5.3	Las AAPP	163
7 INFORME DE GESTIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN 2011	1	Introducción	165
	2	Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema	165
	3	Actividades internacionales	166
	3.1	Relaciones internacionales	166
	3.2	Conferencias, reuniones y seminarios organizados por el Banco de España	168
	4	Análisis económico e investigación	168
	4.1	Áreas prioritarias de análisis	169
	4.2	Relaciones con la comunidad académica	170
	4.3	Difusión y comunicación	170
	5	Supervisión y regulación bancaria	170
	5.1	Actividad supervisora	170
	5.2	Actividad sancionadora	172
	5.3	Cambios normativos	173
	5.4	Información financiera y prudencial	173
	5.5	Central de Información de Riesgos	174
	6	Funciones operativas	175
	6.1	La política monetaria y la gestión de los activos del Banco de España	175
	6.2	La gestión y vigilancia de los sistemas de pago	176
	6.3	La gestión de los billetes	176
	6.4	Las operaciones del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	177
	7	La función estadística del Banco de España	177
	7.1	Principales novedades durante 2011	178
	8	Servicio de Reclamaciones	179
	9	Comunicación externa	179
	9.1	Relaciones con los medios de comunicación	179
	9.2	Programa de comunicación institucional	180
	10	Organización y administración interna	182
	10.1	Recursos Humanos y Organización	182
	10.2	Adquisiciones y Servicios Generales	182
	10.3	Sistemas de Información	183
	10.4	Política Documental Corporativa	183
	10.5	Intervención General	184
	10.6	Auditoría Interna	184
CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA	1	Introducción	185
	2	Balance y cuenta de resultados	186
	3	Memoria explicativa	189
	3.1	Normativa contable	189
	3.2	Notas explicativas al balance	197
	3.3	Notas explicativas a la cuenta de resultados	217
	3.4	Cambios en capital, reservas, provisiones y cuentas de revalorización	226

- 4 Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994 227
 - 4.1 Aportación efectuada por el Banco al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito 227
 - 4.2 Lucro cesante 227
 - 4.3 Otras operaciones 227

ANEJO LEGISLATIVO

- 1 Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2011 hasta marzo de 2012 235
- 2 Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación 264

ÍNDICES

- Índice de cuadros 267
- Índice de gráficos 269
- Índice de recuadros 271

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA

- Organigrama general del Banco de España 275
- Consejo de Gobierno 276
- Comisión Ejecutiva 277

1 Introducción

La economía española atraviesa una difícil coyuntura como consecuencia de la prolongación y del recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro y de la recaída en la recesión antes de que la débil recuperación llegara a consolidarse. A muy corto plazo, las perspectivas están todavía condicionadas por la necesidad de corregir los desequilibrios pendientes y de enderezar las fragilidades que han emergido durante la crisis, lo que obliga a completar los ajustes y limita las posibilidades de crecimiento. No obstante, el seguimiento de una agenda ambiciosa de saneamiento y reformas permitirá restablecer los equilibrios macroeconómicos y la competitividad necesarios para reanudar una senda de crecimiento sólido a medio plazo y evitar el riesgo de que la economía quede atrapada en un escenario de escaso dinamismo durante un período prolongado de tiempo.

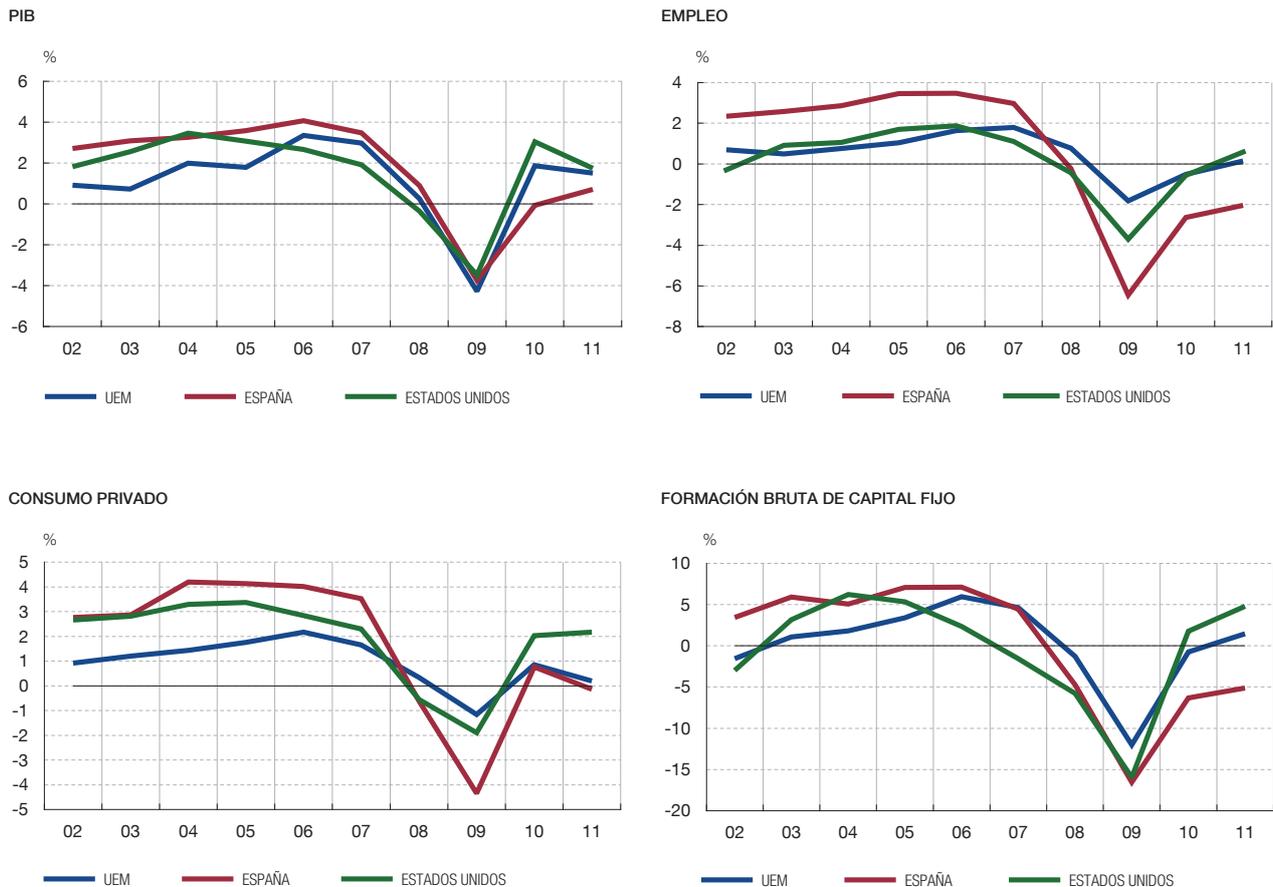
Cuanto más rápidamente se culminen los ajustes y se afronten las debilidades propias que han situado a la economía en una posición de vulnerabilidad, no solo se restablecerán más prontamente las bases de un crecimiento sólido, sino que también será mayor la protección frente a las perturbaciones y accidentes que se puedan producir en el todavía inestable escenario de la zona del euro. Porque, aunque el desarrollo de la crisis de la deuda soberana continuará siendo un condicionante exterior importante, más que nunca, la capacidad de reacción propia y la adecuada respuesta de los agentes serán determinantes de la forma en que se supere la difícil encrucijada en la que se encuentra la economía.

Con el fin de esbozar los rasgos básicos de esta situación y los retos de política económica que la misma plantea, este capítulo comienza con el análisis de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, para profundizar posteriormente en los principales factores que caracterizan la difícil coyuntura de la economía española, con especial atención a los desequilibrios e ineficiencias institucionales que lastran su recuperación, y acometer, en el último epígrafe, el importante papel que le corresponde desempeñar a la política económica. En el capítulo 2 de este Informe se trata de forma monográfica el tema de la competitividad, que constituye una pieza clave del ajuste de la economía española dentro de la UEM, sobre todo cuando es ineludible que todos los sectores institucionales reduzcan su nivel de endeudamiento y la economía en su conjunto disminuya su dependencia del ahorro externo.

2 El alcance sistémico de la crisis de la deuda soberana

En 2011 se interrumpió el proceso de recuperación del crecimiento mundial iniciado un año antes

El proceso de recuperación de la economía mundial que se inició en 2010 no encontró continuidad el pasado ejercicio (véase gráfico 1.1). La tasa de crecimiento del producto global retrocedió 1,4 puntos porcentuales (desde el 5,3 % al 3,9 %), retroceso que fue más marcado en las economías avanzadas. El PIB del área del euro avanzó a una tasa débil, similar a la del año precedente (1,4 %, frente al 1,9 % previo) y que resultó de un comportamiento diferenciado no solo entre sus Estados miembros, sino también en el tiempo, con un primer semestre relativamente expansivo y una segunda mitad del año de reducido dinamismo. Esta desaceleración de la actividad global se ha ido modulando a lo largo de la primera mitad de 2012 y, en el momento de cerrar este Informe, la mayoría de los indicadores económicos apuntan hacia una cierta estabilización, que, de acuerdo con la mayoría de las previsiones, se traduciría en una moderación adicional, aunque limitada, de la expansión tanto de las economías más avanzadas como de las emergentes, en el conjunto del año.

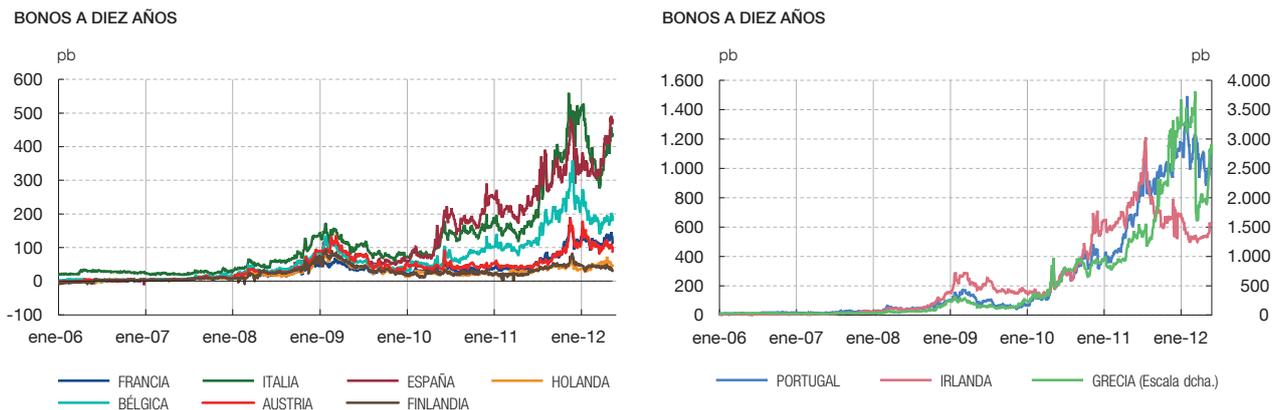


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

En un primer momento, el proceso de superación de la crisis global se interrumpió como resultado de una serie de perturbaciones —como el *tsunami* en Japón y sus efectos sobre la planta nuclear de Fukushima, o los brotes de inestabilidad política en los países árabes— que incidieron negativamente sobre la evolución de los mercados financieros y sobre el comercio internacional. Más adelante, sin embargo, el foco de las tensiones tendió a desplazarse hacia el agravamiento y la extensión de la crisis de la deuda soberana en el área del euro y terminaría condicionando de manera determinante el comportamiento económico de la UEM, en general, y de España, en particular, a lo largo de 2011, pero también en la parte transcurrida de este año.

La crisis de la deuda soberana en la UEM adquirió un carácter sistémico y fue uno de los principales factores responsables de la interrupción del crecimiento mundial

Las tensiones en los mercados de deuda pública del área del euro se habían mantenido hasta el verano del pasado año concentradas en un conjunto relativamente limitado de países (véase gráfico 1.2). A partir de ese momento, sin embargo, comenzaron a extenderse a un número mayor de Estados miembros, afectando, primeramente, a aquellos que mostraban unos fundamentos económicos más vulnerables y, más tarde, incluso a otros en posiciones más sólidas. De este modo, la crisis de la deuda europea terminó adquiriendo una dimensión sistémica. Las causas que han desembocado en este trascendental cambio cualitativo son numerosas y complejas, pero, en todo caso, las deficiencias del marco institucional de gobernanza del área y en los procesos de decisión para afrontar la crisis han desempeñado una notable influencia.



FUENTE: Banco Central Europeo.

Las distorsiones en las políticas económicas de un grupo limitado de países actuaron como desencadenante de las tensiones

En el origen y el desarrollo inmediato de las tensiones en los mercados de deuda pública en euros, desempeñaron un papel central las políticas que había seguido un grupo de países miembros, que revelaban una insuficiente comprensión del alcance y las implicaciones económicas de pertenecer a una unión monetaria. El seguimiento de políticas difícilmente consistentes con la estabilidad de la UEM había dado lugar a la acumulación de desequilibrios de distinta naturaleza, que colocaban a sus respectivas economías en una situación de vulnerabilidad ante eventuales perturbaciones como las que, desafortunadamente, comenzaron a materializarse en la segunda mitad de la pasada década.

Desde casi el inicio mismo de la UEM y a pesar de las provisiones del Tratado, algunos Gobiernos no ejercieron un control suficiente sobre sus finanzas públicas, lo que desembocó en unas cifras de déficit y de deuda difícilmente compatibles con las exigencias de una política monetaria común. En otros ámbitos igualmente relevantes aparecieron también fragilidades, como los elevados niveles de endeudamiento privado acumulados, el debilitamiento de los sistemas financieros o el mantenimiento de rigideces en los mecanismos de formación de precios y de salarios, que, en el corto plazo, limitan la capacidad de las economías para absorber perturbaciones de carácter negativo y, a un horizonte más dilatado, reducen su potencial de crecimiento. Los acontecimientos recientes han puesto de manifiesto la estrecha vinculación que existe entre riesgos soberanos, riesgos bancarios y vulnerabilidad económica y cómo, una vez activado cualquiera de estos tres componentes, tienden a ponerse en marcha mecanismos de retroalimentación entre todos ellos que agravan y profundizan las tensiones (véase recuadro 1.1).

Los efectos de estas distorsiones se vieron potenciados como resultado de una visión relativamente complaciente y benigna de los desequilibrios generados, fuertemente anclada en los éxitos del euro durante sus primeros diez años, y de un exceso de confianza en la potencia de una serie de mecanismos de ajuste que, se suponía, terminarían activándose si esos desequilibrios llegaban a franquear determinados umbrales de seguridad. Desafortunadamente, ni el canal de la competitividad, que debería haber inducido una contención de precios y costes en aquellas economías que acumulaban crecientes desajustes externos, ni el canal de la disciplina de mercado, que debería haber penalizado con primas de riesgo más elevadas la financiación de esos desequilibrios, funcionaron como se esperaba. El primero, deshabilitado por una persistente falta de flexibilidad de los mecanismos de formación de precios y salarios, cuando no directamente por la pervivencia de mercados de factores y de productos disfuncionales. El segundo, anulado por una

La fuerte interrelación entre crisis financieras y crisis de deuda soberana es una regularidad empírica extensamente documentada en la literatura. Desde una perspectiva histórica amplia, las crisis bancarias sistémicas han tendido a ser seguidas por crisis de deuda pública, por lo que las primeras «ayudan a predecir» (en el sentido estadístico del término) las segundas¹. El mecanismo a través del cual tiene lugar esa concatenación es bien conocido: las crisis financieras suelen devenir en crisis económicas intensas que causan caídas pronunciadas de los ingresos presupuestarios y aumentos del gasto y de la deuda del sector público, pudiendo llegar, en última instancia, a cuestionar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Si, además, es necesario el apoyo financiero directo de los Estados a sus sistemas bancarios, los problemas se agudizan.

Sin embargo, tampoco han sido infrecuentes episodios en los que crisis bancarias y las crisis de deuda soberana se han desarrollado (y retroalimentado) en paralelo. De hecho, la relación entre ambas tiende a ser más bien bidireccional, existiendo, junto al descrito anteriormente, otro nexo causal que va desde la segunda a la primera a través de varios canales. Así, en primer lugar, la caída de los precios de los bonos públicos afecta de forma directa² al valor de las tenencias de deuda en el activo del balance de las entidades. Pero, además, las políticas fiscales contractivas desplegadas en respuesta a eventuales problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas típicamente comportan a corto plazo una menor actividad económica que puede traducirse en un incremento de la morosidad de la cartera de préstamos al sector privado. Por su parte, el deterioro de la calidad de los activos bancarios y el empeoramiento aparejado de las perspectivas de resultados se traducen en un endurecimiento de las condiciones de financiación, conllevando el riesgo de pérdida de acceso a los mercados en los casos más extremos en los cuales la solvencia de las entidades se pone en duda. La potencia de esta vía de transmisión se ve amplificada, asimismo, por el papel especial que desempeña la deuda pública en la financiación de la banca, como colateral y, sobre todo, en operaciones *repo* entre entidades privadas o con el banco central. Un deterioro pronunciado de la calidad de los activos soberanos eleva los recortes (*haircuts*) que se aplican en la valoración del colateral, y en el límite el activo puede llegar a perder su condición de garantía admisible. Finalmente, una vía particularmente poderosa de transmisión del riesgo soberano al riesgo bancario es el hecho de que, frecuentemente, la calificación crediticia del soberano marca una cota para la de la banca nacional y, por tanto, al coste de financiación de esta. Ello es así porque la solvencia del sector público

determina en última instancia su capacidad para prestar apoyo a entidades en dificultades y, por tanto, el valor de las garantías públicas implícitas —en ocasiones también explícitas— que respaldan a las entidades bancarias y que complementan su perfil crediticio individual (o *stand-alone rating*). Naturalmente, la mayoría de estos efectos tiende a perder potencia en sistemas más desintermediados, en los que son los mercados y no los bancos quienes canalizan el grueso de los flujos financieros.

El gráfico 1 ilustra cómo las tensiones derivadas de la crisis financiera global de 2007 se fueron transmitiendo a los mercados de deuda soberana en el área del euro, con el efecto de que los diferenciales de tipos de interés —que habían permanecido muy comprimidos desde la creación de la UEM en 1999— se ampliaron de forma progresiva. No obstante, no fue hasta la primavera de 2008 cuando empezó a producirse una diferenciación significativa entre países. Entre finales de 2008 y principios de 2009, tras la quiebra de Lehman y la nacionalización del Anglo Irish Bank en Irlanda, pero especialmente con el estallido de la crisis en Grecia a finales de 2009 y principios de 2010, es cuando la crisis en el área del euro adopta una dinámica propia. De acuerdo con estudios publicados por el Fondo Monetario Internacional³, es precisamente en esos momentos cuando las crisis financiera, de deuda soberana y de crecimiento se entremezclan y confunden entre sí. La correlación entre riesgo de crédito soberano y riesgo de crédito en el sector bancario en el área ha resultado bastante evidente a partir del verano del pasado año (véase gráfico 2).

La interacción entre riesgo soberano y bancario no es una particularidad de la zona del euro, si bien algunas características de la unión monetaria intensifican esta vinculación. Así, en el caso de la UEM, el sector bancario desempeña un papel predominante en la canalización del crédito a la economía, por lo que las tensiones en la banca repercuten en mayor medida sobre la actividad económica. Además, la exposición de los bancos de la zona del euro a la deuda pública es relativamente elevada (véase gráfico 3) y muestra un sesgo doméstico que es más acusado en los países que han experimentado tensiones más fuertes en los mercados de deuda, con la excepción de Irlanda (véase gráfico 4). A pesar de ello, la mayor integración financiera y real del área supone que la transmisión de riesgos en la zona del euro no se limite a la banca nacional, sino que se extienda más allá de sus fronteras a través de las exposiciones cruzadas del sector bancario entre Estados miembros. Estas circunstancias, junto con los problemas de gobernanza del área que la crisis ha evidenciado, facilitan que los problemas desarrollados en algunos países puedan, en ausencia de cortafuegos efectivos, acabar contagiando a otros con debilidades fiscales o mayor dependencia del ahorro exterior, y facilitan que la crisis pueda adquirir un carácter sistémico. Por último, las debilidades y la fragmentación en los mecanismos de gestión y resolución de crisis financieras en la Unión Europea han supuesto un efecto desestabilizador adicional y han

1 C. M. Reinhart y K. Rogoff (2011), «From Financial Crash to Debt Crisis», *American Economic Review*, 101, pp. 1676-1706.

2 No obstante, el reflejo de la depreciación de los bonos públicos sobre la cuenta de resultados de las entidades puede estar limitado por el método de contabilización. Así, los bonos mantenidos en carteras hasta vencimiento no están disponibles para la venta y se valoran con un criterio de pérdida esperada. Por tanto, los bancos reconocen minusvalías solo si, como ocurrió en el caso de la deuda pública griega, existe la posibilidad de una reestructuración o impago por parte del prestatario.

3 A. Mody y D. Sandri (2011), *The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip*, IMF Working Paper WP/11/269.

contribuido a una cierta renacionalización de algunos segmentos de mercado (véase recuadro 4.2 del capítulo 4). La ausencia de una autoridad común de gestión y resolución de crisis que ofrezca suficiente protección a los Estados frente a crisis de liquidez no sustentadas en fundamentos hace que el respaldo

fiscal disponible —potencialmente muy gravoso, dado el tamaño de los sistemas bancarios domésticos— tenga una dimensión estrictamente nacional, lo que amplifica los posibles círculos viciosos entre las vulnerabilidades de las finanzas públicas y del sector bancario.

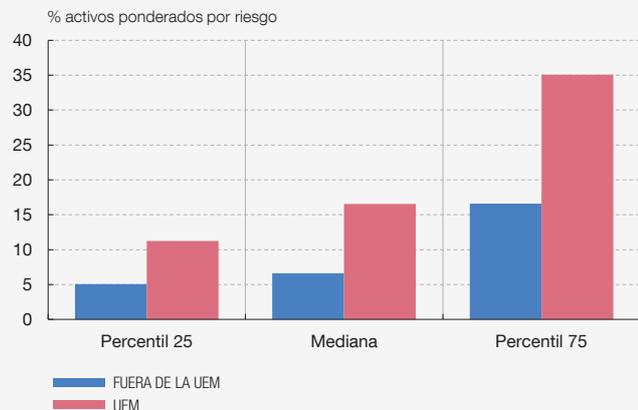
1 DIFERENCIALES SOBERANOS A CINCO AÑOS CON RESPECTO AL BUND



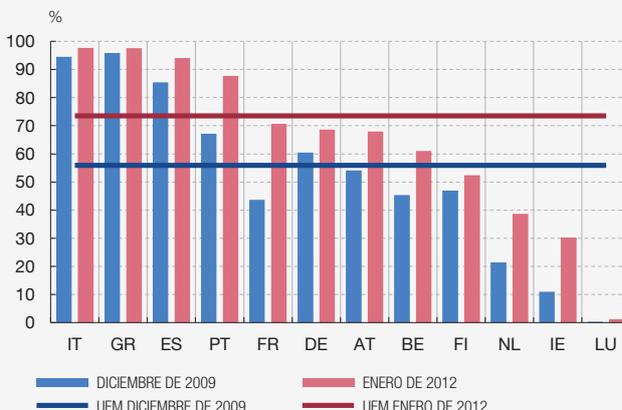
2 PRIMA DE RIESGO EN LA UEM (PROMEDIO DE CDS EXCLUYENDO GRECIA)



3 EXPOSICIÓN SOBERANA DE LOS BANCOS EUROPEOS (a)



4 SESGO DOMÉSTICO EN LAS CARTERAS DE DEUDA PÚBLICA DE LOS BANCOS (b)



ÍNDICE DE CORRELACIÓN ENTRE LAS PRIMAS DE RIESGO (CDS) BANCARIAS Y SOBERANAS (c)

	Países de la zona del euro (d)				Reino Unido	Estados Unidos
	Todos	Bajo asistencia	AAA	Resto		
2009-2012 (abril)	87	88	85	88	52	47
Segunda mitad de 2011	85	65	95	92	93	30

FUENTES: Autoridad Bancaria Europea, Banco Central Europeo, Datastream y SNL.

- a Exposición neta directa a soberanos europeos de los bancos participantes en el ejercicio de recapitalización de la Autoridad Bancaria Europea (51 bancos de la zona del euro y 14 de fuera de la UEM).
- b En el balance agregado de los bancos, peso de la deuda de las AAPP doméstica en el total de la deuda de AAPP de la UEM.
- c El índice bancario es un promedio de los CDS bancarios individuales.
- d Incluye países AAA (Alemania, Francia, Holanda y Austria), países bajo asistencia (Grecia, Irlanda y Portugal) y resto (Italia, España y Bélgica). Para los grupos de países, se calculan como media simple de las correlaciones individuales.

infravaloración generalizada de los riesgos en los mercados financieros no solo europeos, sino también internacionales.

Las debilidades en la estructura de la gobernanza europea y el accidentado proceso seguido para corregirlas explican, sin embargo, que la crisis alcanzara una dimensión sistémica a partir del verano

Todos estos factores, siendo centrales, no permiten explicar por qué a partir del verano de 2011 las tensiones se extendieron también a algunos Estados miembros cuyas políticas y cuyos fundamentos económicos no se habían desviado significativamente de los patrones de estabilidad. Para entender la dimensión sistémica adquirida por la crisis, es preciso incorporar al análisis otro tipo de elementos estrechamente relacionados con la existencia de una serie de debilidades en la estructura de la gobernanza europea y con el proceso seguido por las autoridades europeas para superarlas, que ha distado de ser todo lo diligente y efectivo que la gravedad de las circunstancias habría requerido, como revela la gestión de los graves problemas experimentados por la economía griega.

El potencial desestabilizador de los desequilibrios fiscales dentro de una unión monetaria fue explícitamente reconocido por los fundadores de la UEM. El Tratado de Maastricht contemplaba un procedimiento formal de vigilancia de la disciplina presupuestaria, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con límites para el déficit público y para la deuda pública. Sin embargo, no se articularon los mecanismos necesarios para que, en la práctica, estas provisiones del Tratado fueran aplicadas con la debida eficacia, de manera que su efectividad terminó siendo muy limitada. Las condiciones eran todavía más laxas en relación con el resto de las políticas económicas, sujetas a unos procedimientos de supervisión menos estrictos en su delimitación teórica y más etéreos aún en su aplicación práctica. La coordinación de estas políticas se articulaba en torno a las denominadas Orientaciones Generales de Política Económica (OGPE), a través de las cuales se establecían las prioridades de política económica. Pero la supervisión del grado de adecuación de cada Estado miembro a estas prioridades se basó en el mero intercambio de información y en mecanismos de presión entre pares, poco efectivos para impulsar reformas de calado. Finalmente, la irreversibilidad del proceso de unión monetaria y los éxitos acumulados en sus primeros años de rodaje configuraron un entorno poco propicio para una reflexión sobre potenciales crisis y sobre la necesidad de contar con mecanismos para su gestión y superación. El entramado institucional que sustentaba la UEM carecía de un instrumento semejante, una carencia que impidió articular una respuesta ágil en una fase suficientemente temprana de las tensiones, lo que, probablemente, habría permitido acotarlas y resolverlas más fácilmente.

Superar este escenario de tensión requiere acciones en un triple frente...

En estas condiciones, para rebajar la presión resultaba preciso actuar de manera articulada en varios frentes. En el ámbito de las políticas nacionales, era necesaria una acción decidida de los responsables económicos tanto para corregir las vulnerabilidades acumuladas como, fundamentalmente, para acometer los cambios precisos para alinear definitivamente los esquemas internos de funcionamiento con los requisitos propios de una unión monetaria. En el ámbito de la gobernanza europea, el reto era reforzar los cimientos en los que se habían detectado las principales grietas e instaurar mecanismos de gestión de crisis y de provisión de asistencia financiera eficaces. Finalmente, en el terreno de la política monetaria, correspondía al BCE contribuir al alivio de las tensiones financieras mediante una política eficaz de suministro y de gestión de la liquidez sin menoscabo de su capacidad para reaccionar rápidamente ante cualquier riesgo para la estabilidad de precios, que es su objetivo principal y condición necesaria para el crecimiento, la creación de empleo y la estabilidad financiera del área.

A lo largo del pasado año y en la parte transcurrida del presente, los progresos en estos tres ámbitos han sido desiguales y no exentos de dificultades, han respondido en ocasiones

a intereses contrapuestos y han experimentado avances y retrocesos que evidencian la ausencia de un plan bien definido y respaldado por un elevado grado de consenso. Pese ello, debe reconocerse que se han dado algunos pasos significativos, aunque el camino por recorrer es todavía importante.

... como son una reconducción de las políticas económicas nacionales para alinearlas con los requerimientos de estabilidad del área...

En el terreno de las políticas económicas nacionales, se han registrado avances relevantes en buena parte de los países sometidos a mayores tensiones. Aunque los detalles se desarrollan con mayor amplitud en el capítulo 4 de este Informe, cabe destacar, con carácter general, la implementación de programas de ajuste fiscal ambiciosos, los progresos en la recapitalización y reestructuración de los sistemas bancarios y la introducción de reformas estructurales en el mercado de trabajo y en los mercados de servicios que, con diferente ritmo y grado de intensidad, han sido aplicados por los Gobiernos de estos Estados miembros, en algunos casos en el marco de condicionalidad propio de los programas de asistencia financiera puestos en marcha. No obstante, la experiencia acumulada ha puesto de manifiesto también las dificultades para definir con un mínimo grado de precisión el patrón óptimo de retorno de las finanzas públicas hacia una senda sostenible en un marco de fuerte deterioro de la situación económica y los riesgos de que, en ese contexto, los Gobiernos puedan sucumbir a una cierta fatiga reformadora antes de haber completado una revisión en profundidad de las estructuras de sus respectivas economías. El largo y accidentado camino que desembocó finalmente en la reestructuración de la deuda pública griega y en la aprobación del segundo programa de asistencia financiera a ese Estado ofrece una vívida ilustración de las dificultades que entrañan estos procesos y de los costes que conlleva no superarlas con rapidez y eficacia. Dificultades y costes, por otro lado, que, lejos de circunscribirse a las economías directamente involucradas, han tendido, en un marco de elevada incertidumbre sistémica, a hacerse extensivos a las del resto de países, sobre todo a aquellos en una situación de mayor vulnerabilidad.

... una reforma en profundidad de la gobernanza de la UEM...

En el ámbito de la gobernanza europea, el *Informe Anual, 2010* ofreció ya un avance de los progresos que comenzaron a materializarse en la primera mitad del pasado ejercicio en el terreno de la política fiscal. Merece especial mención el fortalecimiento del Pacto de Estabilidad, que se ha concretado, entre otros elementos, en un mayor énfasis en los instrumentos de prevención, una mayor atención a los límites al endeudamiento y el establecimiento de un grado de automatismo más elevado en los procedimientos tanto para evaluar eventuales incumplimientos como para establecer sanciones más gravosas bajo el brazo correctivo del Pacto. Más tarde, y en esta misma línea de acción, se ha puesto en marcha un segundo paquete de medidas encaminado a reforzar el marco en el que tiene lugar el seguimiento de las políticas presupuestarias nacionales, y se ha articulado un nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza que promueve el reconocimiento explícito de los compromisos con la estabilidad presupuestaria en instancias elevadas de las legislaciones nacionales.

Junto a los avances en el ámbito fiscal, cabe destacar el diseño de un nuevo marco para la prevención y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos internos (no fiscales) y externos, denominado Procedimiento de Desequilibrio Excesivo. Este nuevo marco se apoya en un mecanismo de alerta temprana basada en un conjunto amplio de indicadores que, complementados con el oportuno análisis económico, deben servir para detectar con suficiente antelación aquellas situaciones de vulnerabilidad que puedan poner en peligro la estabilidad de la UEM y para articular las acciones necesarias para corregirlas.

Otra de las innovaciones significativas que se han introducido en la gobernanza del área es el establecimiento del denominado «Semestre Europeo», que fija un nuevo calendario

para la discusión en los foros europeos de todo lo relacionado con los procedimientos de déficit y de desequilibrios excesivos y con los planes de reformas nacionales en los que se deben plasmar los compromisos adquiridos por los Gobiernos en el marco del Pacto por el Euro Plus y la Estrategia Europa 2020. El Pacto por el Euro Plus es un acuerdo firmado por los Estados de la UEM y otros miembros de la UE, de carácter intergubernamental, que tiene como finalidad reforzar el compromiso para establecer políticas orientadas al crecimiento y a la mejora de la competitividad. La Estrategia Europa 2020 es, por su parte, la sucesora de la antigua Agenda de Lisboa y constituye un programa de acción y de reforma estructural orientado a crear empleo, elevar la productividad y aumentar la cohesión social. El Semestre se inicia con la presentación por parte de la Comisión Europea de su *Informe Anual de Crecimiento*, donde se establecen las prioridades de política económica que los países europeos deberían afrontar. A finales de noviembre del pasado ejercicio, la Comisión Europea adelantó la presentación del Informe correspondiente al año en curso.

Desde entonces, se ha venido articulando un importante consenso en el área del euro en torno a la idea de que los avances logrados en el terreno de la consolidación fiscal deben acompañarse ahora con un esfuerzo colectivo, y ajustado en cada país a sus condiciones singulares, para impulsar el crecimiento y el empleo. Los detalles de lo que ha venido en denominarse un Pacto por el Crecimiento (*Growth Compact*, en inglés) para el euro, que vendría a complementar así el ya establecido Pacto Fiscal (*Fiscal Compact*), son todavía objeto de discusión en distintos foros, pero es significativo el respaldo político que los líderes del G 8 y de la UE han dado a esta iniciativa en sus recientes reuniones de mayo en Chicago y Bruselas, respectivamente.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la crisis está revelando también la necesidad de que todos estos movimientos se complementen con el diseño de una agenda más ambiciosa para avanzar hacia una unión económica más fuerte y más profunda entre los Estados miembros, en la que el grado de integración y de cesión de soberanía alcanzado en el ámbito de la política monetaria vaya permeando progresivamente otros terrenos de la política económica.

... con especial atención al diseño de un mecanismo de gestión de crisis y provisión de apoyo financiero...

Los avances en el diseño de un mecanismo permanente de gestión de crisis han sido también importantes, aunque es en este ámbito en el que más claramente se identifica en estos momentos la necesidad de mayor ambición, consenso y determinación por parte de los Gobiernos. El entramado de préstamos bilaterales sobre el que se articuló el primer programa de asistencia financiera a Grecia dio paso a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) que, de manera transitoria, debía cubrir el hueco que en la gobernanza europea suponía la ausencia de un mecanismo formal para la gestión de crisis y la provisión de soporte financiero a los Estados miembros en dificultades. Más tarde, se estableció, ahora con carácter permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que entrará finalmente en funcionamiento el próximo mes de julio.

Es evidente que diseñar un mecanismo formal de esta naturaleza entraña múltiples complejidades, ya que debe combinar potencia y flexibilidad para maximizar su capacidad de éxito, al tiempo que debe garantizar que no se debilitan por ello los incentivos ni a establecer los programas ambiciosos de consolidación fiscal y de reformas estructurales imprescindibles en estos momentos para asentar las bases de un crecimiento sostenido a medio plazo ni a mantener en el futuro las políticas ordenadas y consistentes necesarias para no poner en situación de riesgo la estabilidad del área y el futuro del proyecto común. Con todo, los procesos de creación tanto de la FEEF como del MEDE han sido demasiado lentos y han estado sometidos a excesivas fricciones, habida cuenta de la magnitud que

OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA Y PROGRAMAS DE COMPRAS DE VALORES



FUENTE: Banco Central Europeo.

ha alcanzado la crisis en algunos momentos y la velocidad con la que se ha extendido. Los debates sobre su dimensión y sobre el abanico de instrumentos de los que se les dotaba, aunque necesarios, se han dilatado más de lo deseable y han evidenciado demasiados desencuentros. Los inversores han percibido las dificultades para avanzar en este terreno y han reaccionado ante la ausencia de consenso con un extra de desconfianza.

... y, a más corto plazo, la contribución del BCE en su ámbito natural de actuación

En estas condiciones, el BCE y sus decisiones de política monetaria han terminado erigiéndose en un soporte fundamental de la estabilidad del área, proporcionando alivio y válvulas de escape eficaces en los momentos de mayor presión. El Consejo del Banco Central Europeo se enfrentó, de hecho, a una situación muy compleja a lo largo de todo el año, particularmente a partir del verano, cuando los acontecimientos experimentaron un giro importante. La senda de recuperación se interrumpió y resurgieron con fuerza las tensiones en los mercados de deuda, deteriorándose sustancialmente algunas piezas fundamentales del mecanismo de transmisión. El Consejo de Gobierno del BCE reaccionó adoptando una serie de medidas dirigidas a reafirmar la orientación expansiva de la política monetaria, a restaurar el funcionamiento del mecanismo de transmisión y a cortocircuitar el canal de retroalimentación entre los riesgos desde el sistema bancario, con elevadas dificultades para acceder a la financiación, y el mercado de riesgos soberanos, que, en esos momentos, amenazaba seriamente la estabilidad del área.

De este modo, durante el cuarto trimestre de 2011 se redujeron en dos ocasiones los tipos de interés oficiales, hasta situarse en el 1 % para las operaciones principales de financiación. Los tipos de las facilidades de depósito y de crédito quedaron establecidos en el 0,25 % y el 1,75 %, respectivamente. Adicionalmente, se aprobaron importantes medidas de carácter no convencional. El BCE reanudó el Programa del Mercado de Valores a partir del 5 de agosto e instauró en octubre un segundo Programa de Adquisición de Bonos Bancarios Garantizados (entre los que se incluyen las cédulas españolas), al tiempo que reforzó los mecanismos de provisión de liquidez en dólares y redujo el coeficiente de caja hasta el 1 % (desde el 2 % anterior). A su vez, prorrogó en agosto y, de nuevo, en octubre la vigencia del procedimiento de subasta a tipo fijo y adjudicación plena en todas sus operaciones (hasta cuando sea necesario y, al menos, hasta mediados de 2012) y amplió sustancialmente el horizonte de sus préstamos de liquidez para cubrir un plazo muy largo, de tres años, en dos subastas especiales —la primera, en diciembre de 2011, y la segunda, en febrero de 2012— con las que realizó una inyección bruta de más de un billón de euros (véase gráfico 1.3). Con objeto de

impedir que una eventual insuficiencia de colateral pudiera debilitar la eficacia de esta última medida, decidió también extender temporalmente la lista de activos de garantía.

Los avances en estos frentes, aunque desiguales, han tenido un efecto estabilizador cuya consolidación dependerá fundamentalmente de las acciones futuras de los Gobiernos nacionales

La acción combinada en el triple frente de las políticas económicas nacionales, la reforma de la gobernanza europea y la política monetaria, junto con la aprobación del segundo programa de asistencia financiera a Grecia tras completarse el proceso de reestructuración de la deuda pública griega en manos de acreedores privados, permitieron relajar el grado de presión con respecto al punto crítico alcanzado en el tramo final del año. En particular, las dos subastas de liquidez a tres años del BCE resultaron definitivas para atajar una aceleración de las tensiones que amenazaba devenir en problemas de gran calado y que, en un contexto de hipersensibilización de los inversores, podría haber terminado ocasionando un accidente financiero de consecuencias sistémicas difíciles de calibrar y haber arrastrado consigo una profundización de los riesgos soberanos. Con el bloqueo de ese potencial canal de transmisión de las dificultades se ganó un tiempo muy valioso para que los Gobiernos continuaran avanzando en los otros dos frentes y para que las medidas ya adoptadas pudieran comenzar a dar sus primeros frutos. Con carácter general, los principales indicadores de estrés financiero tendieron a mostrar desde entonces una tendencia decreciente, si bien se han mantenido en niveles demasiado elevados. Asimismo, se han continuado produciendo rebotes de las tensiones como ha ocurrido en mayo, que, conjuntamente con esos elevados niveles, evidencian la necesidad de continuar avanzando. En este proceso, parece evidente que corresponde ahora a los Gobiernos, en su doble condición de gestores de las políticas económicas nacionales y de responsables del buen funcionamiento de la gobernanza europea, ejercer un mayor liderazgo.

3 La recaída de la economía española

La intensificación de la crisis de deuda soberana interrumpió la frágil recuperación de la economía española y la ha sumido de nuevo en un episodio recesivo

La intensificación de la crisis de la deuda soberana y su interacción con la situación del sistema financiero han afectado con intensidad a la economía española, empeorando sus condiciones de financiación y dañando la confianza de los agentes. Este panorama general se ha agravado con la desaceleración de la actividad en la zona del euro. Y todo ello se ha producido cuando la economía seguía destruyendo empleo y la tasa de paro continuaba aumentando, proseguía el proceso de difícil absorción de los desequilibrios generados durante la fase expansiva y se agudizaba la necesidad de enderezar el grave deterioro de las finanzas públicas registrado durante la crisis.

Con este trasfondo, la trayectoria de tenue recuperación que experimentó la economía española en la primera mitad de 2011 se debilitó a partir de los meses de verano y cambió de signo en el último trimestre, con un descenso del PIB del 0,3 % en términos de su tasa intertrimestral, que situó la tasa de crecimiento media anual en el 0,7 %. Este perfil de recaída ha continuado en los primeros meses de 2012 y ha dado paso a un nuevo episodio recesivo.

El ajuste volvió a bascular sobre la demanda interna, que cayó con intensidad, mientras que la demanda exterior neta mitigó un año más este efecto

La recaída ha complicado el ajuste iniciado tres años antes, que, en todo caso, ha proseguido y ha continuado basculando sobre la demanda interna, que se redujo un 1,7 % este último año, con una contribución negativa de los componentes público y privado del gasto. La capacidad de gasto de la economía se ha visto muy restringida por las adversas condiciones financieras, afectadas por la tensión generada por la crisis de la deuda soberana y por el proceso de reestructuración del sistema financiero que se describe en el recuadro 1.2. También ha contribuido a ello el deterioro de las perspectivas laborales y la pérdida de valor de la riqueza, que han alimentado un aumento de la incertidumbre, un deterioro de la confianza y, en definitiva, una retracción de la propensión a gastar. La demanda exterior neta ha vuelto a actuar como contrapunto y ha mitigado, por cuarto año consecutivo, el retroceso de la demanda interna, con una aportación de 2,5 pp al

avance del producto, superior a la del año previo. En 2011, el incremento de la demanda exterior neta fue el resultado del dinamismo exportador, por una parte, y del bajo tono de las compras al resto del mundo, por otra, que acusaron en mayor medida que en 2010 la debilidad de la demanda final. En los primeros meses de este año, la demanda nacional volvió a caer, mientras que la demanda exterior neta fue de nuevo positiva.

Y por el lado de la oferta todas las ramas productivas se fueron debilitando, al tiempo que la destrucción de empleo se intensificó a partir del verano

Por el lado de la oferta, todas las ramas productivas siguieron una trayectoria de pérdida de vigor a lo largo del año. En el sector de la construcción, donde las caídas del valor añadido fueron más intensas, como viene ocurriendo desde que se iniciara la crisis, el descenso de la actividad se localizó sobre todo en el segmento de construcción no residencial, como consecuencia del efecto sobre la obra civil de los planes de austeridad presupuestaria. La actividad industrial apenas se recuperó a pesar del buen comportamiento de las exportaciones ante la negativa evolución de la demanda nacional. Por último, las ramas de servicios, que habían mostrado una mayor resistencia ante los embates iniciales de la crisis, fueron perdiendo dinamismo a lo largo de 2011, reflejando también la extrema debilidad de algunos componentes del gasto interno, en particular del consumo de los hogares. El empleo no dio signos de recuperación en 2011, apreciándose incluso una intensificación en la senda de destrucción de empleo tras el verano, que se ha prolongado en los meses iniciales de este ejercicio.

No existen precedentes próximos de una recesión con recaída, lo que plantea importantes interrogantes sobre la capacidad de respuesta...

No existen precedentes cercanos de doble recesión en España, lo que plantea importantes interrogantes sobre la capacidad de respuesta de la economía española. Este severo episodio surge como consecuencia de la interacción de los efectos del agravamiento de la crisis de la deuda soberana con las vulnerabilidades que genera la dificultad de avanzar en los ajustes internos y con las ineficiencias en el funcionamiento de la economía, que lastran la recuperación y obstaculizan el restablecimiento de una nueva senda de crecimiento sostenido.

... que dependerá de la culminación del ajuste inmobiliario, la recuperación de la competitividad y del empleo, la corrección del déficit exterior, el desapalancamiento del sector privado y el saneamiento de las finanzas públicas

De hecho, la recaída en la recesión se produce en un momento en el que todavía prosigue el ajuste inmobiliario, no se ha detenido el proceso de destrucción de empleo, el sector privado se encuentra inmerso en un complicado proceso de recuperación de la competitividad y de desapalancamiento financiero, y el bancario, en otro de saneamiento, recapitalización y reestructuración, a la vez que se avanza con dificultades en un severo proceso de consolidación fiscal bajo las exigentes condiciones de un escenario de ausencia de crecimiento. Estos factores que han influido en la recaída condicionan, asimismo, la salida de esta compleja situación. La profundización en cada uno de ellos se utiliza como hilo conductor de este epígrafe.

El ajuste del sector inmobiliario continuó en 2011, aunque con un impacto contractivo decreciente, mientras que la actividad del segmento de construcción no residencial retrocedió con fuerza...

El sector de la construcción sigue sujeto a un severo proceso de ajuste. El desplome del sector inmobiliario está contribuyendo a prolongar las tendencias recesivas, aunque con un impacto decreciente a medida que avanza el ajuste del sector. La debilidad del mercado inmobiliario continuó en 2011 en el contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación y débiles perspectivas de renta y riqueza. La atonía se dejó sentir tanto en la oferta, donde el número de viviendas iniciadas continuó descendiendo, como en la demanda, donde las transacciones de vivienda nueva no dieron signos de revitalización, con lo que el *stock* de viviendas sin vender apenas se redujo, al contrario de lo que cabía prever a principios del ejercicio. La caída de los precios de la vivienda se intensificó en 2011, tendencia que ha proseguido en los primeros meses de 2012 de modo que el ajuste que han acumulado desde su nivel máximo, en el primer trimestre de 2008, se cifra en un 22 % en términos nominales (27 % en términos reales), magnitud superior a la que se registró en ciclos inmobiliarios anteriores. Desde que se iniciara la crisis, la inversión en vivienda ha recortado su peso en el PIB hasta menos del 7 % en 2011 (véase gráfico 1.4).

INVERSIÓN EN VIVIENDA



PRECIO DE LA VIVIENDA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Fomento.

... y continuará en 2012 en un entorno económico recesivo y condiciones financieras estrictas

El grueso de los efectos directos e indirectos sobre la actividad que ha desencadenado el desplome inmobiliario se produjeron en las fases iniciales de la crisis económica y financiera, pero algunos se han seguido materializando en 2011, amplificados por el efecto contractivo que ejerce el segmento de construcción no residencial. El valor añadido y el empleo del total de la construcción volvieron a contraerse, debido sobre todo al retroceso de la inversión en obra civil en el contexto de los planes de consolidación presupuestaria.

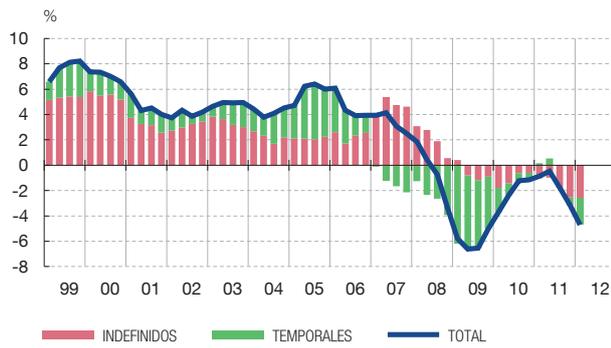
De cara al futuro inmediato, en un entorno económico de bajo crecimiento y de mantenimiento de condiciones financieras estrictas, cabe prever que la demanda residencial continúe débil, que se produzcan descensos adicionales en el precio de la vivienda y que la absorción del *stock* de viviendas sin vender se realice de forma lenta, lo que retrasará la recuperación de la inversión residencial. A su vez, el proceso de consolidación fiscal ejercerá influencias restrictivas adicionales sobre el segmento de construcción no residencial.

La destrucción de empleo se intensificó a partir del verano, agravando la profundidad de la crisis...

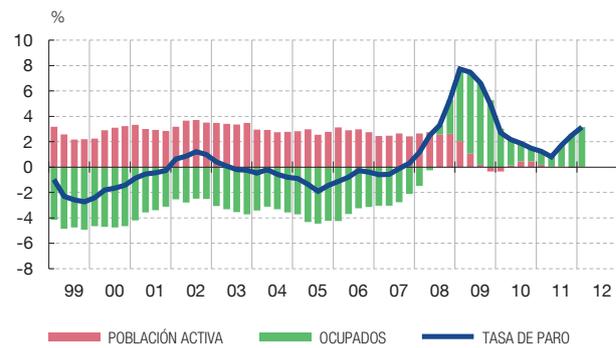
Las deficiencias en el funcionamiento del mercado de trabajo han alimentado una continuada destrucción de empleo y han agravado la profundidad de la crisis. El descenso de la ocupación se inició a comienzos de 2008 y continúa en los meses iniciales de 2012. Hasta la fecha, se ha producido una caída de más de dos millones y medio de empleos, lo que supone una pérdida acumulada en el entorno del 13% de los puestos de trabajo existentes a comienzos de 2008.

En 2011, el proceso de destrucción de empleo se intensificó a partir del verano, replicando la recaída por el lado del producto (véase gráfico 1.5). Aunque parte de este deterioro adicional del mercado laboral se explica por la intensificación de las pérdidas de puestos de trabajo en la construcción, ello no debe llevar a minusvalorar los obstáculos a los que se enfrentan el resto de ramas productivas para generar empleo y las dificultades para avanzar en la reasignación sectorial de los factores productivos, lo que resulta indicativo de los fallos en el funcionamiento de las instituciones del mercado laboral y de los mercados de productos durante la crisis. La salida de población extranjera de la oferta laboral se intensificó en 2011, lo que, sin embargo, se vio compensado por avances adicionales de la participación femenina, con lo que el nivel de la población activa se estabilizó en los niveles del año previo. El desempleo se incrementó sustancialmente en 2011 y en los meses transcurridos de 2012, finalizando el año en una cifra de más de cinco millones de parados, y la tasa de paro se elevó hasta el 24,4% de la población activa en los meses iniciales de 2012. De ellos, aproximadamente la mitad eran parados de larga duración.

ASALARIADOS
Tasas interanuales y contribuciones



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



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 de desempleo en 2001.

... lo que en buena medida se explica por el retraso en el ajuste de los costes laborales...

Más allá de los potentes efectos arrastre sobre el empleo que ha comportado el redimensionamiento del sector de la construcción, la intensidad de los efectos de la crisis sobre el empleo se explica también por el retraso en el ajuste de los costes laborales. Pese a la severidad de la destrucción de empleo, la remuneración por asalariado para el total de la economía ha aumentado desde 2008 en un 10 %, si bien los costes laborales por unidad de producto (CLU) han descendido un 1 % debido a los elevados incrementos de productividad que se están generando como consecuencia de la caída del empleo.

... que en su componente de mercado volvieron a repuntar en 2011 por el papel preponderante de la inflación en la negociación salarial

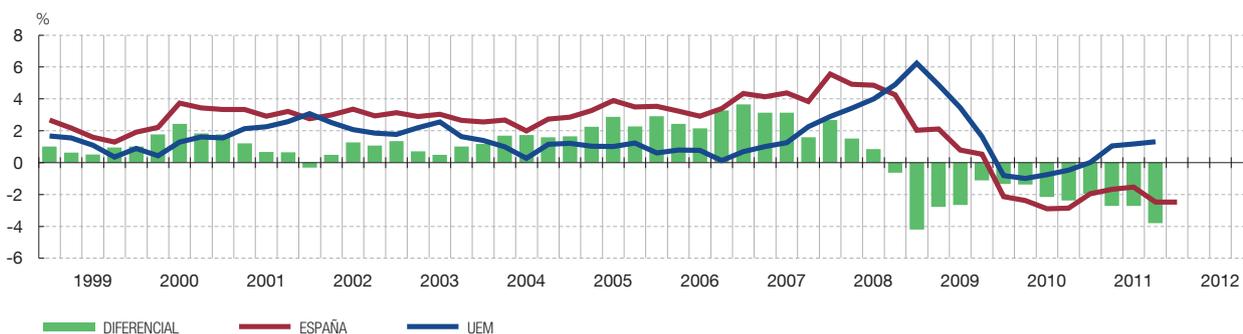
Hasta 2010, no se produjo una inflexión en la dinámica salarial, que cabe vincular en buena medida al recorte en los sueldos públicos y, en menor medida, al efecto demostración que tuvo sobre el sector privado. No obstante, los salarios en la economía de mercado repuntaron nuevamente en 2011, tras la estabilización del año previo, debido al impacto de dos de las características del sistema de negociación colectiva que introducen mayor inercia en su evolución: el papel preponderante de la inflación entre los determinantes de los aumentos salariales, amplificado por el efecto de las cláusulas de indicación salarial, y la elevada proporción de convenios plurianuales de ámbito sectorial, que dificulta su adaptación a la situación específica de las empresas. En todo caso, los CLU registraron en 2011, y en la parte transcurrida de este año, un nuevo retroceso, apoyados en los incrementos en la productividad observada, lo que permitió mejorar la posición relativa frente a los países de la UEM (véase gráfico 1.6).

El logro de mejoras permanentes en la competitividad requiere ajustes de costes y precios de mayor entidad y ganancias genuinas de productividad

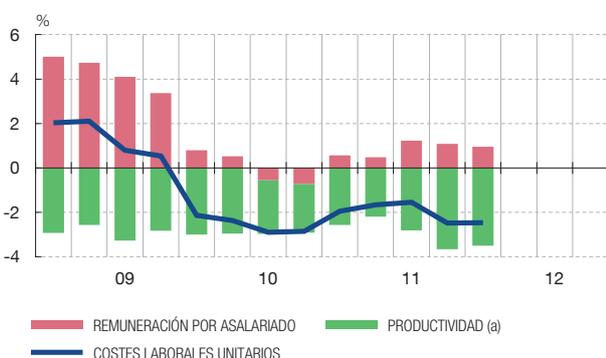
La inflación ha acusado el tono de debilidad de la actividad en estos últimos años, con incrementos de la tasa de inflación subyacente inferiores a los de la zona del euro, excepto en contadas ocasiones desde 2009 (véase gráfico 1.7). En 2011, la inflación registró una significativa moderación en los meses finales del ejercicio, una vez que se cancelaron los efectos base de la subida del IVA en julio de 2010 y los correspondientes a la elevación de los precios del tabaco y de los precios de la energía en los meses finales de 2010, con lo que el diferencial de inflación volvió a ser favorable a la economía española, tendencia que se ha prolongado en los primeros meses de 2012 y que está ayudando a corregir los diferenciales positivos que se acumularon durante la etapa expansiva.

No obstante, también en este caso, el ajuste de precios ha sido claramente insuficiente para recuperar la competitividad perdida desde nuestro ingreso en la UEM y para compensar,

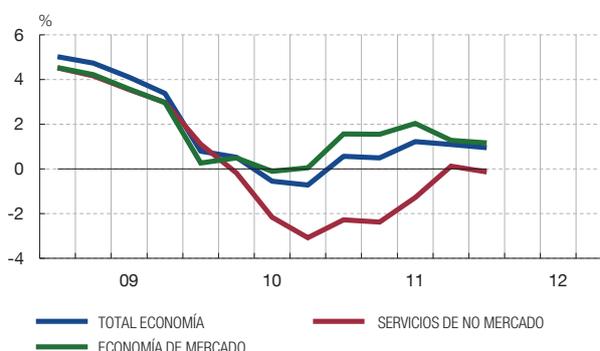
COSTES LABORALES UNITARIOS ESPAÑA-UEM
Tasas interanuales



COSTES LABORALES UNITARIOS
Tasas interanuales



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Tasas interanuales

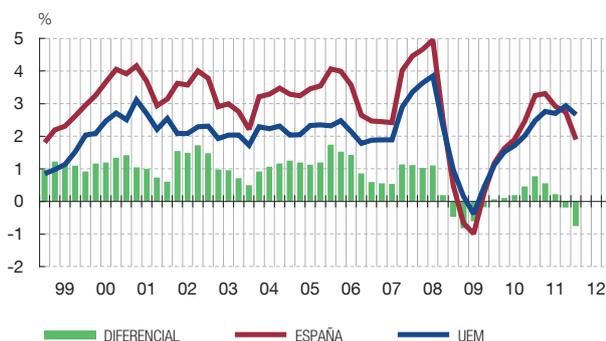


FUENTES: Eurostat y Banco de España.

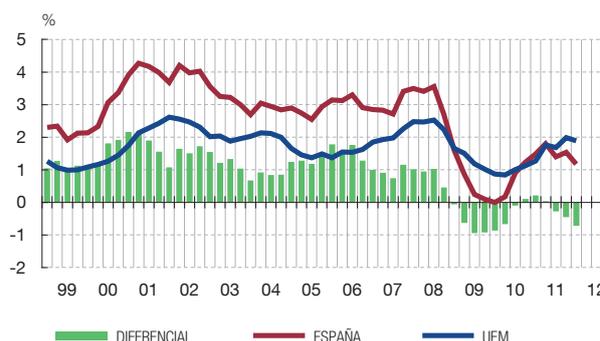
a Tasas interanuales cambiadas de signo.

DIFERENCIAL DE INFLACIÓN DE ESPAÑA CON LA UEM

ÍNDICE GENERAL
Tasas interanuales



ÍNDICE GENERAL SIN ENERGÍA
Tasas interanuales



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

mediante un impulso exportador más potente, la tendencia recesiva de la demanda interna. De hecho, el tipo de cambio efectivo real frente a los países de la zona del euro se ha apreciado moderadamente cuando se computa en términos de los precios de consumo, lo que contrasta con la ganancia de competitividad que propiciaron los ajustes cambiarios en recesiones anteriores, cuando se disponía del tipo de cambio como instrumento de

política económica. El ajuste del tipo de cambio real ha sido mayor en términos de los CLU (se ha depreciado algo más de un 5%), aunque ello se ha producido, mayoritariamente, por los incrementos de productividad que ha generado la intensa destrucción de empleo. Aunque este proceso ha podido inducir ganancias de eficiencia en sectores y empresas que habían alcanzado una dimensión excesiva o no se habían adaptado a las crecientes exigencias competitivas, en un contexto de laxitud financiera y de fuerte dinamismo del gasto, una porción relevante de los incrementos de la productividad aparente refleja únicamente la intensidad de la contracción de empleo y no responde a mejoras genuinas de eficiencia productiva, que son las relevantes para lograr incrementos permanentes de la competitividad. Estos desarrollos ponen de manifiesto el lento, costoso e imperfecto funcionamiento del canal de la competitividad, que es la pieza más importante para realizar los ajustes dentro de una unión monetaria cuando, como es el caso, la economía se encuentra en una situación de sobreendeudamiento.

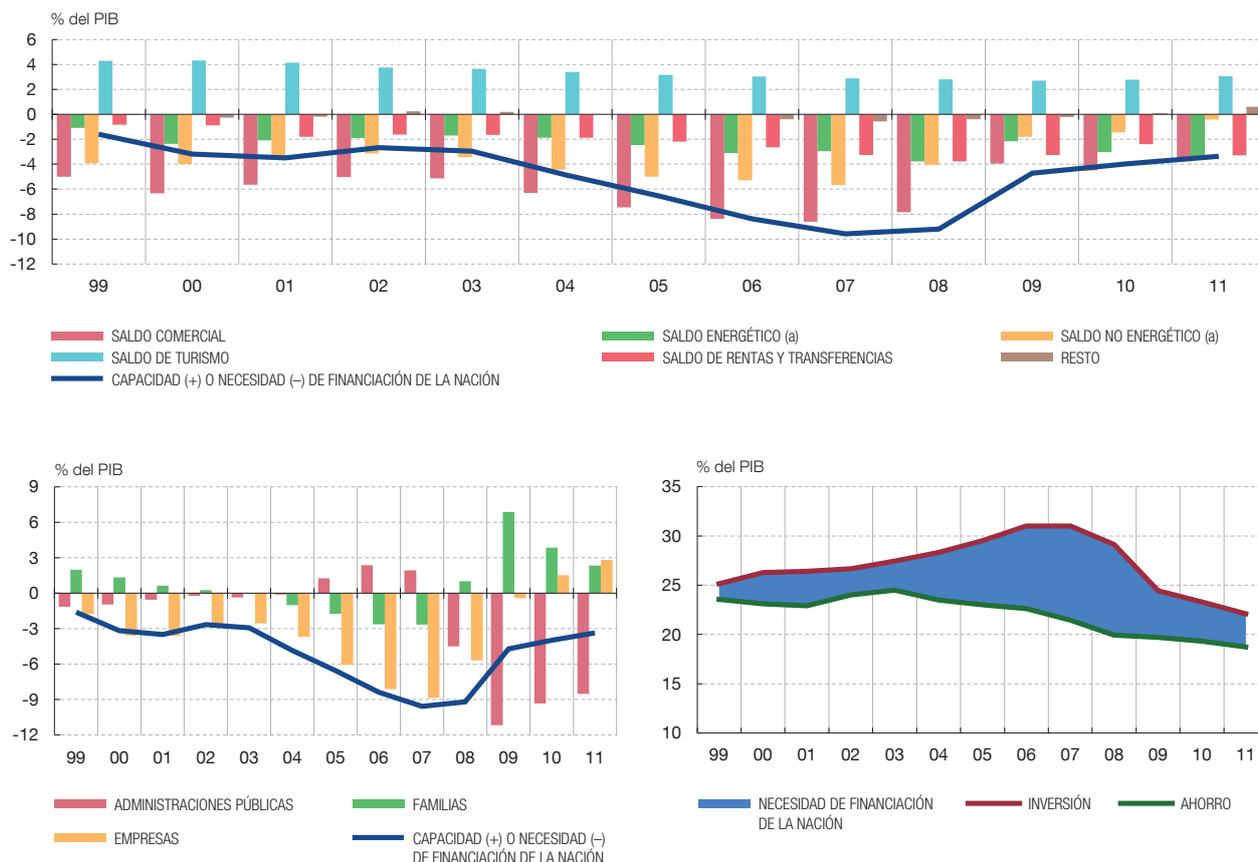
El déficit de cuenta corriente ha disminuido significativamente, pero ha encontrado dos elementos de resistencia que condicionan su pauta de ajuste en el futuro

Desde 2007, el déficit exterior se ha corregido sustancialmente, pues ha pasado de representar un 10% del PIB en 2007 a un 3,4% del PIB en 2011. Esta disminución del déficit se ha basado en el avance de las exportaciones y en una acusada debilidad de las importaciones que refleja la contracción de la demanda interna, mientras que el ajuste del tipo de cambio efectivo real ha sido moderado. La corrección del desequilibrio exterior ha encontrado dos elementos de resistencia que seguirán condicionando su pauta de ajuste en el horizonte más inmediato. De una parte, el saldo fuertemente deficitario de la balanza energética, que refleja la gran dependencia de la estructura productiva y del gasto interno respecto a las importaciones energéticas, y cuyo impacto negativo sobre la cuenta corriente se amplía en situaciones de incrementos sostenidos en los precios de la energía. De otra, la elevada magnitud del componente de pagos netos por rentas de inversión, que ha traído recursos por un importe equivalente al 2,6% del PIB en 2011 (véase gráfico 1.8) y que está estrechamente vinculado al nivel que ha alcanzado la Posición de Inversión Internacional (PII), que se analiza con más detalle en el recuadro 6.2 de este Informe.

La previsible persistencia de ambos desarrollos representa un lastre para reducir de forma permanente las necesidades de financiación exterior y subraya la importancia de las reformas que puedan contribuir a mitigarla mediante el impulso de las ganancias de competitividad que favorezcan ajustes más rápidos del tipo de cambio real. Solo de este modo se podrá alcanzar un descenso en las necesidades de financiación y una reversión de la trayectoria ascendente de la PII que perduren una vez que se haya agotado el efecto reductor sobre el déficit de la previsible debilidad del gasto interno. La necesidad de financiación exterior se ha convertido en un importante factor de vulnerabilidad de la economía española ante la crisis. La erosión de la confianza en el euro y el bloqueo de los mercados de financiación mayorista han creado problemas más acuciantes a aquellos países con mayor dependencia del ahorro externo.

La reducción del endeudamiento avanza lentamente, en línea con los patrones habituales en situaciones de crisis inmobiliaria y financiera

El elevado nivel de endeudamiento frente al exterior en que se tradujo el fuerte dinamismo de un gasto interno financiado en buena medida por ahorro externo no es ajeno a la excesiva holgura de las condiciones de financiación vigentes durante la fase expansiva de la economía española, que alimentaron una elevada acumulación de deuda por parte de las empresas y las familias, así como un sobredimensionamiento de nuestro sistema bancario y un sesgo de su balance hacia los riesgos de naturaleza inmobiliaria. La necesidad de corregir estos desequilibrios entorpece la recuperación de la economía, ya que estrecha los márgenes disponibles para incrementar la inversión y el consumo sobre la base del recurso a la financiación ajena, haciendo depender estrechamente las posibilidades de expansión de la generación interna de recursos que estén disponibles para la financiación del gasto.



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.

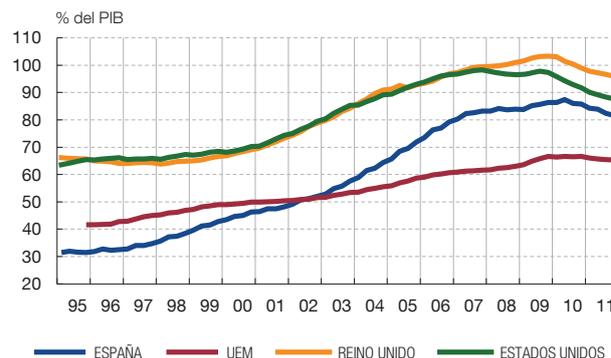
El recurso al crédito se ha visto especialmente constreñido como consecuencia de la crisis de la deuda soberana europea y sus negativas repercusiones sobre las condiciones de financiación de la economía española. Dado su papel como mercado de referencia, las elevadas primas de riesgo soberano se han traducido en un endurecimiento generalizado de las condiciones de acceso a los fondos de los intermediarios financieros españoles, que, a su vez, se están trasladando de forma progresiva a las de las familias y las empresas. Esta traslación parece haber discurrido tanto por la vía de un mayor coste de los préstamos como por la de las restricciones cuantitativas, aunque las entidades han podido explotar, hasta muy recientemente, los colchones que ha proporcionado el recurso más intenso a los depósitos (que experimentaron una expansión continuada hasta mediados del pasado año) y a la financiación a corto plazo en el mercado de *repos*. Las válvulas de escape de las restricciones cuantitativas, sin embargo, han ido ofreciendo márgenes de maniobra cada vez más limitados. En todo caso, han aparecido fricciones y fallos de mercado que han afectado de manera singular a la accesibilidad a los préstamos de algunos sectores particularmente expuestos, por razones coyunturales o estructurales, a la crisis, como es el caso de las pymes.

La experiencia histórica muestra que, en contextos de crisis inmobiliarias y financieras, el desendeudamiento de las empresas y las familias suele ser un proceso lento, que pasa necesariamente por una primera fase relativamente dilatada de contención del

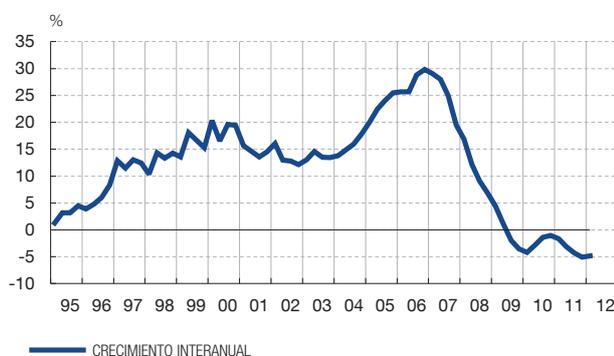
CRÉDITO A HOGARES



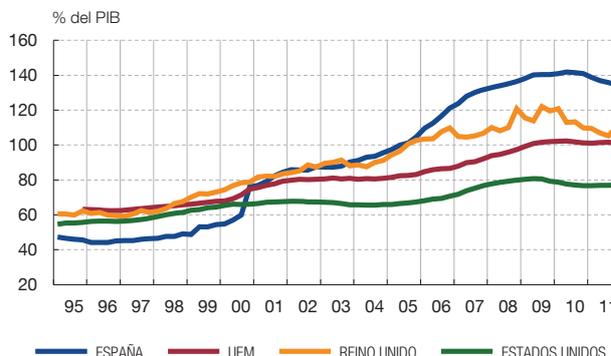
RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES



CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



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

a La deuda de las sociedades no financieras incluye el crédito interempresarial.

crédito. En el episodio actual, además, las restricciones que persisten en los mercados financieros internacionales mayoristas dificultan que el desapalancamiento del sistema financiero pueda pivotar fundamentalmente sobre el aumento del capital sin afectar de alguna manera a la concesión de préstamos. El patrón de desapalancamiento que está siguiendo el sector privado español se ajusta hasta ahora a este perfil histórico: en 2011, el crédito al sector privado no financiero se contrajo a una tasa en el entorno del 4%, si bien se observaron diferencias sectoriales importantes en el comportamiento de esta variable (véase gráfico 1.9). En el caso de los hogares, se registró a una tasa próxima al -2,5% —el ritmo de contracción ha sido algo más vivo en la primera parte de este año—, mientras que el concedido a las sociedades no financieras lo ha hecho a una velocidad en el entorno del 4%, que se ha mantenido relativamente estable desde entonces. La concentración de los pasivos de las familias en hipotecas con plazos de vencimiento notablemente dilatados ayuda a explicar su menor velocidad de ajuste. Asimismo, dentro de las empresas, la contracción fue más acusada en aquellos sectores de actividad en los que, como en la construcción y la promoción inmobiliaria, la acumulación previa de deudas fue mayor y en los que el propio nivel de actividad estaba sobredimensionado. El ajuste necesario es, sin embargo, menor en el caso de las grandes sociedades que han utilizado una parte importante de los recursos captados para extender y diversificar su negocio internacionalmente y cuya rentabilidad depende en menor medida de la situación cíclica de la economía española.

El necesario saneamiento de las finanzas públicas está ejerciendo efectos contractivos a corto plazo y su ejecución condicionará la pauta de salida de la crisis

El desarrollo de los planes de consolidación presupuestaria es uno de los condicionantes fundamentales de la pauta de salida de la recesión. El plan de ajuste fiscal que se había aprobado en 2010 y validado en los Presupuestos Generales del Estado para 2011 incidía, sobre todo, en el gasto público —salarios y empleo público e inversión pública—, aunque también comportaba la eliminación de algunas deducciones fiscales que habían estado en vigor en los años de recesión, así como ciertos incrementos impositivos. La finalidad del plan resultaba, en principio, coherente con la imperiosa necesidad de enderezar la trayectoria a medio plazo de las finanzas públicas, si bien habría de generar efectos contractivos a corto plazo, tanto por el efecto directo de la actuación de las AAPP sobre la actividad (consumo público e inversión pública) como por el efecto indirecto sobre la renta disponible de las familias, que vieron como, por segundo año consecutivo, el componente público de transferencias netas se reducía.

No obstante, los resultados fiscales no se ajustaron a lo previsto y la desviación presupuestaria fue elevada. El análisis de los factores que subyacen a esta desviación y de las dificultades a las que se enfrenta la reconducción de las finanzas públicas a la senda de ajuste que establece el Programa de Estabilidad se inserta de lleno en el tratamiento de los retos a los que se enfrenta la política económica para superar la crisis, por lo que se aborda con profundidad en el siguiente epígrafe dedicado a este tema.

4 Las políticas para la superación de la crisis

La economía española sigue mostrando factores de vulnerabilidad pese al avance en la corrección de los desequilibrios

En el transcurso de los tres últimos años, la economía española ha avanzado en la corrección de algunos de los desequilibrios macroeconómicos acumulados, aunque con ritmo desigual e insuficiente, como se ha puesto de manifiesto en el epígrafe anterior. Pese a ello, sigue mostrando factores de vulnerabilidad que son el resultado, como ya se ha dicho, de la interacción entre la prolongada situación de debilidad económica y algunos rasgos del marco institucional que han tendido a amplificar el impacto de las perturbaciones.

La superación de la crisis y la necesaria protección de la economía española ante posibles perturbaciones externas requieren una política económica firmemente anclada en una orientación de medio plazo que permita culminar la corrección de los desequilibrios macroeconómicos que aún persisten y profundizar en el saneamiento de todos los sectores (empresas, hogares, Administraciones Públicas y entidades financieras) y en la reforma de las disfuncionalidades institucionales que se han hecho patentes en numerosas parcelas de la economía, aun cuando las medidas concretas necesarias puedan tener algún efecto contractivo a corto plazo. A partir del diagnóstico trazado, una orientación de este tipo requiere que la agenda de política económica se articule, como lo viene haciendo, en torno a los siguientes tres pilares: la reestructuración de las entidades de crédito, la culminación de un proceso de consolidación fiscal ambicioso y el avance en las reformas estructurales, entre las que destaca por su alta prioridad la del mercado de trabajo.

El proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema financiero es imprescindible para recuperar la confianza y normalizar la financiación de la economía

En un contexto como el actual, cualquier síntoma de debilidad en el sistema financiero conlleva un riesgo elevado de desatar tensiones en el mercado de deuda y poner en marcha mecanismos perversos de retroalimentación de las mismas. Para prevenir la materialización de estos riesgos es necesario restaurar la plena confianza de los inversores en el sistema financiero español. Por otra parte, de su solidez dependerá también que la recuperación de la economía pueda financiarse de manera eficiente, permitiendo que el necesario desapalancamiento de la economía sea compatible con la disponibilidad de crédito para los proyectos solventes.

El saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario español se inició en 2009. Desde entonces, sus objetivos se han ido ajustando de manera gradual al deterioro

A lo largo de 2011 y de los primeros meses de 2012, continuó el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario español, cuyos parámetros básicos han tenido que ajustarse a los requerimientos de un nuevo escenario económico y financiero más deteriorado tanto en España como en el resto del área del euro.

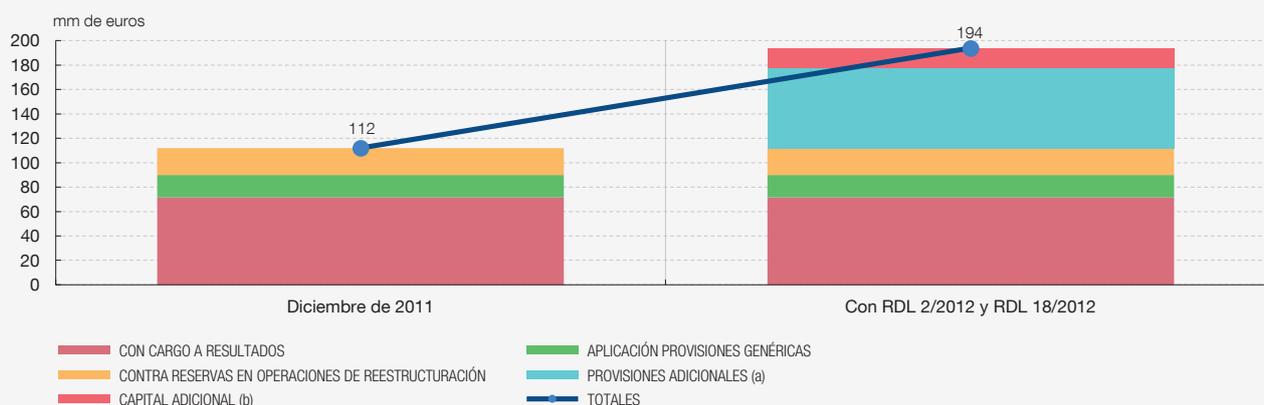
El 18 de febrero de 2011, el Gobierno aprobó el RDL 2/2011, que aumentó el nivel mínimo exigible de capital de las entidades, con el fin de reforzar la solidez del sistema financiero y de contribuir a recuperar la confianza de los inversores, que se había visto mermada tras el rebrote de las tensiones financieras a raíz de la crisis irlandesa en el otoño de 2010. Concretamente, se introdujo un nuevo coeficiente de solvencia que se debía cumplir manteniendo un capital principal¹ de, al menos, un 8 % de los activos ponderados por riesgo, elevándolo hasta el 10 % para aquellas entidades en las que el peso relativo de la financiación procedente de los

mercados mayoristas superara el 20 % y que no tuvieran colocado entre terceros al menos un 20 % de su capital. Asimismo, se reformó el funcionamiento del FROB para permitir que, bajo determinadas condiciones², aportara el capital necesario a las entidades que no pudieran obtenerlo en los mercados. La norma establecía un calendario para su cumplimiento cuya fecha límite era el 30 de septiembre. El resultado final de su aplicación puede resumirse en estas cifras: 13 de las 114 entidades registradas necesitaron elevar su capital por un importe total de 13.389 millones de euros, 9 de ellas lo hicieron recurriendo a inversores privados por un total de 5.838 millones, 3 han requerido el apoyo del FROB por 4.751 millones³ y 1 entidad fue intervenida y posteriormente

1 Su definición de recursos propios básicos es más estricta que la anterior, ya que elimina algunos elementos como participaciones preferentes (excepto las convertibles hasta 2014) y acciones sin voto, e incluye los instrumentos computables suscritos por el FROB.

2 Obligatoriedad de vender los títulos antes de cinco años, necesidad de aportar un plan de recapitalización al Banco de España, incorporación del FROB al consejo de administración y, si se trata de cajas de ahorros o SIP, obligatoriedad de transferir todo el negocio financiero a un banco usando los mecanismos previstos en el RDL 11/2010.
3 Posteriormente, la operación de Unnim ha exigido un incremento adicional de capital de 380 millones de euros mediante la conversión en acciones de las participaciones preferentes que estaban en poder del FROB como resultado de la anterior fase de de integración.

SANEAMIENTOS EFECTUADOS DESDE ENERO DE 2008 Y ESTIMACIÓN DE LOS EXIGIDOS POR EL RDL 2/2012 Y RDL 18/2012



RESUMEN DE LAS OPERACIONES DE INTEGRACIÓN, CAPITALIZACIÓN E INTERVENCIONES PARA EL SANEAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO (MAYO DE 2012) (c)

	Fase integración		Fase recapitalización		Reestructuración entidades no viables		Total
	N.º procesos	Ayudas millones de €	N.º procesos	Ayudas millones de €	N.º procesos	Ayudas millones de €	
FROB	7	9.294 (d)	2	4.183 (e)	2	392 (f)	13.869
FGD (g)					2	6.203	6.203
TOTAL	7	9.294	2	4.183	4	6.595	20.072

FUENTE: Banco de España.

a Esta cifra se basa en la estimación provisional que el Ministerio de Economía y Competitividad ha realizado de las necesidades derivadas del RDL 18/2012.
b No serían provisiones, sino mayores exigencias de capital.
c No incluye las necesidades adicionales de capital derivadas del plan de saneamiento presentado por BFA-Bankia a finales de mayo de 2012.
d Instrumentadas mediante participaciones preferentes convertibles en acciones suscritas por el FROB. No incluye la operación de Unnim, por valor de 380 millones, ya que esos títulos, que se habían convertido en acciones en el proceso de recapitalización, han sido transferidos tras su venta al BBVA. Incluye 4.465 millones correspondientes a BFA-Bankia que van a ser convertidos en acciones.
e No incluye los 568 millones correspondientes a la compra de acciones de Unnim por el FROB, ya que se han transferido tras su venta al BBVA.
f Coste estimado del esquema de protección de activos de la operación de Cajasur.
g Acciones ordinarias adquiridas por el FGD en la operación de CAM y asunción de pérdidas en la venta de Unnim. No se incluye el posible coste de los esquemas de protección de activos prestados en esas operaciones.

subastada, aportando el FGD los 5.250 millones de capital necesario⁴. Adicionalmente, hay que señalar que la práctica totalidad de la actividad financiera de las cajas de ahorros fue transferida a entidades bancarias.

Uno de los primeros efectos de esta norma sobre la solvencia de las entidades españolas se pudo comprobar en la segunda prueba de resistencia llevada a cabo por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés), cuyos resultados se publicaron en julio de 2011. Así, como resultado del ejercicio, las entidades españolas no precisaron aumentos de capital adicionales, pese a que los criterios aplicados fueron más exigentes que los de 2010 y que, una vez más, el grado de cobertura alcanzado en España, 93 % de los activos totales, fue muy superior al mínimo del 50 % exigido por la EBA.

No obstante, el agravamiento de la crisis de la deuda soberana durante el verano de 2011, que adquirió un carácter sistémico, llevó a las autoridades comunitarias a adoptar un plan de recapitalización para los bancos de mayor tamaño, que afectó a cinco entidades españolas. Concretamente, se estableció un colchón extraordinario de capital con carácter temporal, hasta que se resuelvan los problemas de confianza en los mercados, que estaba ligado a las pérdidas estimadas de la cartera de deuda soberana de acuerdo con los precios de mercado, y un aumento, también transitorio, de la ratio de *tier 1*⁵ hasta el 9 %. El cálculo de las nuevas exigencias, que se efectuó basándose en los datos de septiembre de 2011, reflejó unas necesidades adicionales para las entidades españolas de 26.170 millones, a cubrir en junio de este año. Por otro lado, se procedió a unificar los tres fondos previamente existentes en un único Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, fortaleciendo, además, su capacidad de actuación para reforzar la solvencia y el buen funcionamiento de las entidades.

Pese a todas esas actuaciones, el deterioro de la situación económica en España y las dificultades para completar el proceso de revisión de la gobernanza europea contribuyeron a mantener los problemas de confianza en el sistema financiero español, que siguió enfrentándose a importantes dificultades para acceder a la financiación mayorista. Una parte no despreciable de esas dificultades continuaba estando vinculada a la elevada exposición del sector a los activos relacionados con la promoción inmobiliaria y a las dudas sobre su valoración, especialmente en aquellos casos, como en los créditos ligados al suelo o a las promociones en curso, en los que, por su menor liquidez, resultaba más complicado obtener un precio de mercado. Para tratar de eliminar esta fuente de incertidumbre, el Gobierno aprobó en febrero y en mayo de 2012 el RDL 2/2012 y el RDL 18/2012, que establecen un proceso acelerado y transparente de saneamiento de las posibles minusvalías asociadas a activos inmobiliarios. El primero incluye, además, otras medidas diversas, tales como incentivos para las operaciones de consolidación, mejora de la gobernanza de las entidades resultantes de los procesos de integración, simplificación de la estructura organizativa y operacional, regulación de la disposición de excedentes en las cajas de ahorros que ejercen su actividad indirectamente y limitacio-

nes a la retribución de los administradores y directivos de entidades con ayudas del FROB. Asimismo, en el RDL de mayo, se introduce la obligación de aportar a una sociedad anónima, distinta de la entidad, los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas vinculados al sector inmobiliario para su gestión y venta. Asimismo, en esa misma fecha, el Gobierno encargó al Ministerio de Economía y Competitividad la encomienda de dos informes de valoración externos e independientes sobre el grado de saneamiento de los balances bancarios.

En ese contexto, el 21 de mayo el Ministerio y el Banco de España acordaron la contratación de Roland Berger y Oliver Wyman como evaluadores independientes para realizar en el plazo de un mes una valoración de los balances del sistema financiero español. En una segunda etapa, empresas auditoras, que en el momento de redactar este Informe no habían sido seleccionadas aún, realizarán un trabajo de campo sobre la calidad de los procedimientos de reconocimiento y dotación de provisiones por insolvencia que llevará más tiempo.

Las nuevas medidas sobre saneamientos establecen un incremento de las provisiones específicas y de las genéricas⁶ y, en el caso de activos clasificados como problemáticos relacionados con el suelo y promociones en curso⁷, la exigencia de un colchón de capital que cubra las potenciales pérdidas asociadas a ellos. Se alcanzarían, de este modo, unos niveles de cobertura del total de la cartera de activos relacionados con la promoción inmobiliaria del 45 % de su importe total⁸, que sería del 53 % en el caso de los clasificados como problemáticos, y dentro de estos llegaría al 80 % en el caso del suelo y al 65 % en el de las promociones en curso. En el gráfico adjunto se muestra un desglose de las estimaciones iniciales de saneamientos adicionales y de aumento del capital que supondrá la aplicación de estas normas, unos 82.000 millones de euros⁹, incrementando notablemente el volumen de los efectuados entre 2008 y finales de 2011 (112.000 millones).

El RDL de febrero daba a las entidades un plazo hasta el 31 de marzo para presentar sus planes para cumplir con los nuevos requerimientos. El 17 de abril, una vez revisados los planes presentados por las entidades, el Banco de España constató que la mayoría de ellas había realizado ya ese primer esfuerzo adicional de saneamiento y recapitalización o estaba en disposición de llevarlo a cabo sin grandes dificultades. En otras, el cumplimiento previsto tendría lugar de una manera más ajustada, aunque con posibilidades razonables de alcanzarse. En estos últimos casos, el Banco de España exigió

4 Posteriormente, el FROB intervino otra entidad.

5 Es el capital básico formado por acciones ordinarias y reservas, aunque incluye otros instrumentos de capital que provengan de ayudas públicas.

6 En las específicas, se incrementan los porcentajes de la CBE 4/2004 y se añaden algunos conceptos y, en la genérica, se introducen dotaciones adicionales sobre el saldo de las exposiciones inmobiliarias clasificadas como normales, que suponen, en conjunto, un 30 % del citado saldo.

7 Afectaría tanto a los activos ya adjudicados como a financiaciones respaldadas por estos activos y se exigiría cubrir con capital las provisiones ya constituidas sobre estos elementos hasta completar la cobertura exigida del 80 % y 65 % de su valor.

8 Resultado de la suma del saldo vivo de las financiaciones concedidas y el valor de entrada en los balances de los activos adjudicados en pago de deudas.

9 Esta cifra se basa en la estimación provisional que el Ministerio de Economía y Competitividad ha realizado de las necesidades derivadas del RDL 18/2012.

medidas adicionales a las inicialmente propuestas, así como otras de contingencia para hacer frente a eventuales desviaciones, al tiempo que el cumplimiento de los planes será vigilado de forma más estrecha. Cabe señalar también que, del total de las entidades, 27 (12 de ellas, cooperativas de crédito) informaron de una posible participación en operaciones de fusión o adquisición que, de materializarse, traerían consigo un margen temporal ligeramente más dilatado para cumplir con los nuevos requerimientos. Aunque la norma lo contemplaba, ninguna entidad solicitó entonces la intervención del FROB. A comienzos de mayo, la cuarta entidad financiera del país por dimensión solicitó la conversión de participaciones preferentes suscritas previamente por el FROB en acciones ordinarias, de manera que este último pasará a ostentar un porcentaje muy significativo de su capital. Posteriormente, esa misma entidad acordó pedir al FROB la suscripción de una ampliación de capital adicional por un importe de 19.000 millones de euros, en el contexto de un nuevo plan de saneamiento.

De acuerdo con el RDL de mayo, las entidades tienen hasta el 11 de junio para presentar los nuevos planes con los que cumplir con los requisitos adicionales de provisiones. Aquellas que lo necesiten, a juicio de la entidad o del propio BE, podrán contar con el apoyo financiero del FROB, bien sea en forma de acciones ordinarias, o de títulos convertibles en acciones, en condiciones de mercado.

En paralelo a estas medidas, el proceso de reestructuración del sector bancario siguió su curso en 2011 y la parte transcurrida de 2012, culminándose las operaciones de fusión iniciadas en 2010, acometiéndose otras nuevas e implementándose el cambio en el modelo jurídico de organización de las cajas de ahorros, que ha

llevado a que la práctica totalidad de las instituciones afectadas trasladen su actividad financiera a un banco (alrededor del 99 % de los activos ponderados por riesgo del subsector). El balance de este proceso muestra que, en mayo de 2012, las 45 cajas preexistentes se habían transformado en 11 entidades¹⁰, concentrando este subsector todas las ayudas recibidas, que, tal como se observa en el cuadro adjunto, ascendieron a 9.294 millones de euros en la fase de integración. Con los 4.183 millones utilizados en la recapitalización y los 6.595 millones en las operaciones de entidades no viables¹¹, se obtiene un volumen total de ayudas de 20.072 millones de euros (13.869 millones aportados por el FROB y 6.203 millones por el FGD)¹².

Estos desarrollos han venido acompañados, en las entidades fusionadas, de una reducción media, para el total de entidades de depósito nacionales, de alrededor del 11 % en las plantillas y del 13 % en el número de oficinas, en el período comprendido entre diciembre de 2008 y diciembre de 2011. Además, en todas las cajas de ahorros se ha llevado a cabo una renovación de los equipos directivos, tanto voluntaria como obligada, por la entrada de inversores públicos o privados.

10 Se incluyen las integraciones de Caja3 con Ibercaja y de CEISS con Unicaja.

11 Estas cifras recogen el resultado de la integración de Unnim con el BBVA, que ha supuesto la salida del FROB de todos los títulos adquiridos en las fases de integración y recapitalización, 380 millones de euros y 568 millones de euros, que suponían el 100 % del capital y que han sido transferidos al BBVA por 1 euro, asumiendo el FGD las pérdidas de esa operación, estimadas en 953 millones de euros.

12 Estas cifras no incluyen las necesidades adicionales de capital derivados del plan de saneamiento presentado por BFA-Bankia a finales de mayo de 2012.

producido en las condiciones económicas y de mercado, que ha ido aumentando la magnitud de los problemas y reducido el margen disponible para resolverlos. En el recuadro 1.2 se describen con mayor detalle las medidas adoptadas a lo largo de 2011 y en la parte transcurrida de este año, que han ido adaptando el proceso de reforma financiera a los requerimientos de una realidad cambiante, que, en mayo de este año, proporcionó un episodio singular de tensión, ligado a la conversión en acciones ordinarias de los fondos previamente concedidos por el FROB a la cuarta entidad financiera —por dimensión— del país. Los cambios introducidos han estado encaminados, fundamentalmente, a fortalecer los balances de las entidades por la doble vía del capital y las provisiones, a aquilatar la dimensión del sector al nuevo escenario económico y a resolver los problemas de gobernanza y de estructura de propiedad que lastraban el funcionamiento de una parte del sistema.

En el corto plazo, no obstante, esta aproximación general al saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema tendrá, seguramente, que continuar complementándose con políticas puntuales de apoyo a determinadas modalidades de financiación que permitan corregir los fallos de mercado cuyos efectos tienden a ser más acusados en momentos de gran tensión como los actuales y que pueden restringir el acceso al crédito de agentes solventes cuya calidad crediticia, sin embargo, resulta particularmente difícil de evaluar. Mención especial, en este contexto, merece el apoyo a las pymes, canalizado

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
DEMANDA Y PRODUCTO (b)						
Producto interior bruto	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,1	0,7
Consumo privado	4,0	3,5	-0,6	-4,3	0,8	-0,1
Consumo público	4,6	5,6	5,9	3,7	0,2	-2,2
Formación bruta de capital	8,0	4,2	-4,2	-16,5	-6,1	-5,2
Inversión en equipo	8,2	10,2	-2,9	-22,3	5,1	1,4
Inversión en construcción	6,7	2,4	-5,8	-15,4	-10,1	-8,1
Vivienda	6,6	1,4	-9,1	-22,1	-9,9	-4,9
Otras construcciones	6,8	3,6	-1,6	-7,6	-10,4	-11,2
Exportación de bienes y servicios	6,7	6,7	-1,0	-10,4	13,5	9,0
Importación de bienes y servicios	10,2	8,0	-5,2	-17,2	8,9	-0,1
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)						
Empleo total	3,5	3,0	-0,2	-6,5	-2,6	-2,0
Tasa de ocupación (d)	65,7	66,6	65,3	60,6	59,4	58,5
Tasa de paro	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1	21,6
Remuneración por asalariado	3,9	4,7	6,1	4,3	0,0	0,8
Costes laborales unitarios	3,3	4,2	4,9	1,4	-2,6	-1,9
Deflactor del PIB	4,1	3,3	2,4	0,1	0,4	1,4
Índice de precios de consumo (dic-dic)	2,7	4,2	1,4	0,8	3,0	2,4
Índice de precios de consumo (media anual)	3,5	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2
Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	1,4	0,7	0,9	-0,5	0,4	0,3
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)						
Ahorro de los sectores residentes (f)	22,6	21,4	19,9	19,7	19,3	18,7
Administraciones Públicas (f)	6,0	6,0	-0,3	-6,6	-5,4	-5,8
Inversión de los sectores residentes	31,0	31,0	29,1	24,4	23,3	22,1
Administraciones Públicas	3,6	4,1	4,2	4,6	3,9	2,7
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-8,4	-9,6	-9,2	-4,7	-4,0	-3,4
Administraciones Públicas	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,3	-8,5
Deuda bruta de las Administraciones Públicas	39,7	36,3	40,2	53,9	61,2	68,5
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g)						
Tipo de intervención semanal del BCE	2,8	3,9	3,9	1,2	1,0	1,3
Tipo de la deuda pública a diez años	3,8	4,3	4,4	4,0	4,2	5,4
Tipo sintético del crédito bancario	4,6	5,7	6,2	3,8	3,3	4,1
Índice General de la Bolsa de Madrid (Base dic 1985 = 100)	1.324,0	1.631,8	1.278,3	1.042,4	1.076,5	971,8
Tipo de cambio dólar/euro	1,3	1,4	1,5	1,4	1,3	1,4
Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (h)	100,8	101,9	103,3	103,4	101,9	101,7
Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (i)	111,8	115,8	119,1	116,2	112,3	108,8
Tipo de cambio efectivo real con la UEM (i)	110,3	113,6	115,0	111,7	109,4	106,3
Medios de pago	11,3	-3,2	-3,3	8,5	-0,2	-1,6
Activos líquidos (j)	8,4	8,3	9,7	0,8	3,2	0,1
Financiación total de las familias	19,6	12,5	4,4	-0,3	0,2	-2,4
Financiación total de las empresas no financieras	28,0	17,7	8,2	-1,4	0,6	-1,8

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

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

b Índices de volumen. Tasas de variación.

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

d Tasa de ocupación (16-64).

e Niveles en porcentajes del PIB.

f Incluye transferencias netas de capital recibidas.

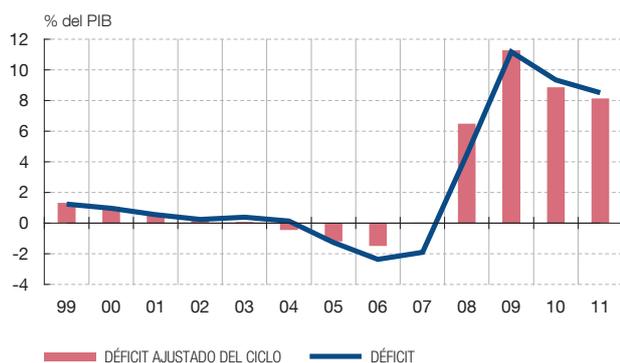
g Niveles medios anuales para el Índice General de la Bolsa, los tipos de interés y los tipos de cambio, y tasas de variación para los activos y pasivos financieros.

h Base I TR 1999 = 100.

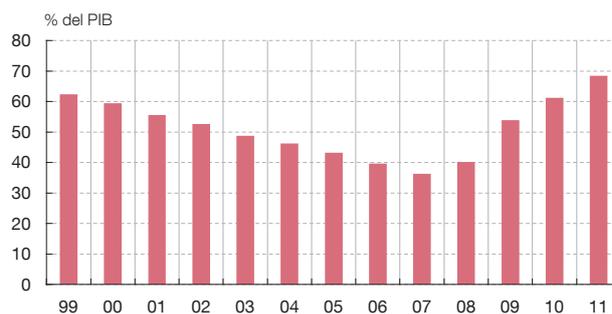
i Base I TR 1999 = 100. Medidos con costes laborales unitarios.

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

DÉFICIT DE LAS AAPP



DEUDA DE LAS AAPP



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

fundamentalmente a través del ICO. No debe olvidarse, en todo caso, que ni el ICO ni, en general, este tipo de políticas singulares pueden suplir el papel de un sistema financiero sólido en la asignación eficiente de los recursos financieros en una economía.

En 2011 se produjo un desbordamiento sustancial de las cifras de déficit respecto a lo proyectado...

En el plano presupuestario, las medidas adoptadas en 2010 y 2011 perseguían, por una parte, asegurar el cumplimiento de los objetivos que establecía el Programa de Estabilidad y, por otra, reforzar el marco fiscal y mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En relación con el primero de estos objetivos, las actuaciones presupuestarias se centraron en ejecutar el plan de ajuste que se había diseñado en mayo de 2010 y completado posteriormente por los Presupuestos Generales del Estado para 2011. Este plan se había definido sobre un escenario de cierta recuperación de la actividad, que posteriormente se revelaría demasiado benigno, y pretendía reducir el déficit público desde un nivel del 9,2% del PIB en 2010 hasta el 6% del PIB en 2011, cifras que comportaban una reducción del déficit estructural de 3,1 pp (del 7,8% al 4,7%)¹ (véase gráfico 1.10). La ambición del plan se hacía descansar principalmente en recortes de gasto público y abarcaba a todas las Administraciones. Suscitaba, no obstante, incertidumbres sobre su cumplimiento efectivo tanto por la inercia de determinadas partidas de gasto como por el comportamiento de las AATT, cuyo esfuerzo presupuestario apenas se había reflejado en las cifras correspondientes a 2010.

A partir del verano empezó a percibirse un riesgo de desviación respecto de los objetivos programados para el conjunto de las AAPP, lo que obligó a la adopción, en agosto de 2011, de medidas adicionales de consolidación fiscal, con un impacto fiscal estimado de 0,5 pp del PIB. Pese a ello, el deterioro de la posición cíclica en los meses finales del ejercicio lastró aún más la recaudación tributaria y los ingresos por cotizaciones sociales, lo que impidió el logro del objetivo de déficit para ese año.

De hecho, en 2011 se produjo un desbordamiento sustancial de las cifras de déficit de las AAPP respecto a lo proyectado, que se situó en el 8,9% del PIB, cifra que representa una desviación de 2,9 pp en relación con el objetivo establecido en el Programa de Estabilidad. Todas las Administraciones tuvieron un déficit superior al previsto, pero la mayor

¹ Este objetivo se enmarcaba en una trayectoria de corrección del déficit que, de acuerdo con el Procedimiento de déficit excesivo al que estaban sometidas las cuentas públicas españolas, debería situar el déficit público en 2013 en el 3% del PIB y exigía una disminución del saldo estructural de 1,5 pp en el promedio 2010-2013.

desviación se produjo en las CCAA, donde ascendió a 2 pp, lo que ha afectado a la credibilidad de las proyecciones presupuestarias y ha incrementado la magnitud del esfuerzo de consolidación presupuestaria todavía pendiente.

... confirmando la dificultad de lograr ajustes efectivos en situaciones cíclicas adversas...

Estos resultados permiten extraer algunas lecciones sobre los procesos severos de consolidación fiscal en situaciones cíclicas adversas y en un marco de descentralización fiscal como el que prevalece en España. La propia debilidad cíclica ha lastrado la recaudación tributaria. La composición de la actividad en 2011 ha podido influir en este resultado al estar muy sesgada hacia las exportaciones, cuyo impacto en la recaudación es menor, pero las desviaciones indican que las previsiones de recaudación eran, por lo general, elevadas incluso para el escenario macroeconómico proyectado. Dentro de los ingresos, destaca la caída de la recaudación de impuestos indirectos, en particular de los especiales y del impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, vinculado a la actividad inmobiliaria. En cambio, el gasto público se contrajo en una magnitud similar a la que establecía el Programa de Estabilidad, debido a que la infraejecución de la inversión pública compensó las desviaciones al alza en el capítulo de intereses.

... y la existencia de importantes fallos en el diseño institucional para el seguimiento, alerta temprana y control presupuestario, sobre todo en el ámbito de las CCAA

La desviación presupuestaria en 2011 ha revelado la existencia de importantes fallos en el diseño institucional que se encontraba disponible para el seguimiento, alerta temprana y control de la ejecución presupuestaria, de forma más acusada en el caso de las Administraciones Territoriales. A pesar de contar con las leyes de estabilidad presupuestaria que establecían límites al déficit de todas las AAPP y un procedimiento para la corrección de los desequilibrios, los mecanismos de seguimiento y control, así como aquellos destinados a hacer cumplir los objetivos establecidos, se han demostrado claramente insuficientes.

Por una parte, las carencias en la disponibilidad de información sobre la ejecución presupuestaria de las CCAA y CCLL impidieron detectar a tiempo la existencia de desviaciones presupuestarias y retrasaron la activación de los mecanismos para hacer cumplir las reglas. Por ello, es imprescindible disponer de la publicación regular de la ejecución presupuestaria de estas Administraciones, con la misma periodicidad, grado de detalle, desfase y facilidad de acceso que las del Estado. Asimismo, la información contenida en los presupuestos debe suministrar los datos tanto del Estado como de las CCAA también en términos de contabilidad nacional, que es la definición relevante para las reglas fiscales existentes, y explicitar toda la información necesaria para evaluar la adecuación de las previsiones de ingresos al escenario macroeconómico. Por otra parte, los mecanismos que obligaban a la corrección de los déficits públicos se demostraron insuficientes. De un lado, la información contenida en los planes de corrección no siempre fue pública y su formato impedía su comparación con los presupuestos iniciales. De otro lado, la condicionalidad de las autorizaciones de endeudamiento no fue de aplicación automática, lo que redujo su utilidad.

Para avanzar en la consolidación fiscal es crucial reforzar el marco presupuestario. La reforma de la Constitución y la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera constituyen dos pasos fundamentales

Para corregir estas carencias, reforzar el marco presupuestario y mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, se han puesto en marcha importantes iniciativas. En septiembre de 2011 se aprobó una reforma de la Constitución para incorporar los límites al déficit y la deuda establecidos a nivel europeo², que ha sido desarrollada con posterioridad en la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, cuyo articulado está en plena sintonía con las reformas de la gobernanza a nivel europeo.

² Previamente, en julio, se había introducido una regla de crecimiento del gasto público para el Estado y las CCLL de mayor tamaño según la cual el ritmo de aumento de esta variable no podría superar anualmente la tasa de crecimiento nominal de medio plazo de la economía; su aplicación a las CCAA se subordinaba a su aprobación por parte del CPFF.

Junto con el firme compromiso con la estabilidad presupuestaria, dicha Ley incluye requisitos de información más estrictos y nuevos mecanismos coercitivos para asegurar el cumplimiento de los objetivos fiscales por todos los niveles de gobierno. Se incluye la posibilidad de establecer sanciones, se obliga al ajuste automático del gasto de las CCAA en determinados casos de incumplimiento e incluso se prevé la imposición de medidas de ajuste por parte del Gobierno central, de obligada observancia para las Administraciones Territoriales. La aplicación de forma rigurosa e inmediata de la Ley, en particular en relación con los mecanismos de seguimiento y control, así como con aquellos destinados a hacer cumplir los objetivos establecidos por todas las Administraciones, resulta decisiva para asegurar el cumplimiento de la senda de consolidación fiscal.

La cláusula de «no rescate» que contempla la citada Ley es crucial para evitar que el coste de los comportamientos fiscales inadecuados en una Administración se trasladen al resto y para que el mercado de capitales ejerza efectos disciplinadores. Al mismo tiempo, se permite que las CCAA y CCLL puedan solicitar al Estado medidas extraordinarias de apoyo a la liquidez, en cuyo caso se exige un plan que garantice la consecución de los objetivos fiscales y a cuyo cumplimiento se condicionará el desembolso por tramos de la ayuda financiera. En este sentido, en los primeros meses de este año, el Gobierno puso en marcha distintos mecanismos de apoyo financiero a las CCAA y CCLL con el fin de facilitar la refinanciación de sus deudas previas o el pago a los acreedores comerciales. Los mecanismos de financiación acordados exigen la definición y el cumplimiento de unos planes de ajuste cuya duración comprenderá el período de amortización de endeudamiento. Para impedir que estos mecanismos diluyan los incentivos al estricto cumplimiento de los objetivos presupuestarios de las AATT, resulta esencial hacer uso de una condicionalidad estricta en la provisión de los fondos. Los planes económico-financieros de reequilibrio de las CCAA aprobados por el CPFF el pasado 17 de mayo comportan medidas de reducción del gasto y de incremento de ingresos que en principio son coherentes con el cumplimiento de los requisitos de condicionalidad.

Por último, cabe recordar, por su importancia para la sostenibilidad de las finanzas públicas, la aprobación en julio de 2011 de la Ley de Reforma de la Seguridad Social, que eleva de forma gradual la edad de jubilación, amplía el número de años que se tienen en cuenta para el cálculo de la pensión e incluye un factor de sostenibilidad que permitirá adaptar, a partir de 2026, los parámetros del sistema a los desarrollos demográficos futuros.

El Gobierno aprobó el pasado 30 de marzo los Presupuestos Generales del Estado para 2012, cifrando el déficit programado para este año en el 3,5 % del PIB, que resulta compatible con un déficit para el conjunto de las AAPP del 5,3 %, aprobado unas semanas antes. El descenso previsto del déficit del Estado se basa principalmente en un recorte de los gastos —que recae sobre las compras, la inversión pública y las transferencias de capital— y en un aumento de los ingresos —que se nutre fundamentalmente del incremento de la imposición directa (IRPF e impuesto de sociedades)—.

Por los motivos ya señalados, en lo que resta de ejercicio es necesaria una ejecución muy rigurosa de los Presupuestos y aplicar rápidamente los mecanismos que permitan detectar con suficiente antelación la eventual aparición de desviaciones, de modo que estas puedan compensarse con medidas adicionales. Si este fuera el caso, habría que realizar ajustes adicionales en el gasto corriente, dado que los márgenes de actuación sobre los gastos de capital se ha reducido enormemente, así como introducir nuevas medidas tributarias, preferiblemente en el ámbito de la imposición indirecta, que genera menos efectos distorsionadores sobre el crecimiento y la asignación de recursos.

La actualización del Programa de Estabilidad para el período 2011-2015, que aprobó el Gobierno el pasado 27 de abril, confirmó la senda de ajuste hasta 2013, año en que se prevé que el déficit se sitúe en el 3 % del PIB y que la ratio de deuda pública alcance el 82,3 % del PIB, y fijó adicionalmente objetivos de déficit para 2014 y 2015 del 2,2 % y del 1,1 %, respectivamente, que permitirían una reducción de la ratio de deuda pública hasta el 80,8 % en ese último año. Del ajuste previsto para el período 2011-2015, casi un 75 % se realizaría en los dos primeros años del Programa, es de naturaleza esencialmente estructural y se concentra en un 80 % en la reducción del gasto.

Sin una reactivación del empleo y de la actividad será más costoso avanzar en la consolidación fiscal...

De entre todos los factores que han determinado el limitado avance en la corrección del déficit público en 2011, la situación de extrema debilidad del mercado laboral y la ausencia de crecimiento ocupan un papel destacado. Sin una reactivación del empleo, será más costoso avanzar en la consolidación fiscal, porque los incrementos de recaudación serán limitados y porque el ajuste del gasto primario se verá dificultado por la necesidad de destinar una parte sustancial del mismo al pago de las prestaciones por desempleo. Un escenario de estas características podría complicar, asimismo, el proceso de desapalancamiento financiero y generar aumentos en la morosidad, con el consiguiente impacto negativo sobre la calidad de los balances bancarios. En último término tendría implicaciones muy adversas para las posibilidades de crecimiento potencial, que se agravan ante la previsible pérdida de dinamismo demográfico.

... por lo que es prioritario impulsar las reformas estructurales, dentro de las cuales la del mercado de trabajo es una pieza esencial

Es urgente, por tanto, impulsar las reformas estructurales que permitan mejorar el funcionamiento de la oferta de la economía. Una pieza esencial de esta estrategia consiste en conseguir que el mercado de trabajo funcione de manera eficiente, sea capaz de generar empleo, produzca los incentivos adecuados para facilitar el proceso de reasignación sectorial de recursos y modifique su patrón de ajuste ante perturbaciones adversas.

El mercado de trabajo español venía constituyendo una de las principales rémoras de nuestro entramado institucional. Su tradicional configuración en torno a un sistema dual de contratación —con elevados costes de despido en los contratos indefinidos, y reducidos, en los temporales— y un sistema de negociación colectiva con el predominio de un nivel de negociación intermedio, que fomenta incrementos salariales muy uniformes, poco vinculados a la situación específica de las empresas, e introduce rigidez en las condiciones no salariales que obstaculizan la productividad, ha actuado como factor amplificador de los efectos de la crisis. Las actuaciones de política económica para afrontar este problema se iniciaron en junio de 2010, con una reforma de los mecanismos de contratación que no modificaba las figuras contractuales existentes, y la introducción de algunas vías para impulsar la flexibilidad interna de las empresas, sin modificar el sistema de negociación colectiva, modificación que se pospondría hasta julio de 2011. En ambos casos se trataba de medidas de carácter parcial que no cambiaron los rasgos fundamentales del marco laboral.

La reforma laboral aprobada en marzo mejora aspectos clave del funcionamiento del mercado laboral y favorece la creación de empleo...

En enero de este año los agentes sociales firmaron un acuerdo con recomendaciones de moderación salarial para el período 2012-2014 y modificaciones en la definición y en los procedimientos de activación de las cláusulas de salvaguarda, cuya aplicación reduciría la inercia nominal de los salarios. Y, en marzo, el Parlamento validó una nueva reforma del mercado laboral³, con un alcance más global que el de las instrumentadas hasta entonces. Se han introducidos cambios en la negociación colectiva para incrementar la descentralización en el proceso negociador y aumentar la flexibilidad interna de las empresas.

3 Real Decreto Ley 3/2012, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo.

La superación de la recaída en la recesión por la que atraviesa la economía española pasa necesariamente por el restablecimiento de la competitividad en niveles que permitan, mediante un impulso exportador potente, la recuperación de la actividad y el empleo. En este sentido, la reforma del mercado laboral de marzo de este año, junto con el nuevo acuerdo marco de negociación colectiva (AENC), pueden inducir una moderación salarial que contribuya de manera efectiva al logro de esos objetivos.

En el nuevo AENC, los agentes sociales acordaron nuevas directrices en materia salarial para el período 2012-2014, que incluyen la recomendación de que los incrementos salariales no superen el 0,5 % en 2012, el 0,6 % en 2013, y se sitúen entre el 0,6 % y el 1,5 % en 2014¹. Asimismo, se recomienda la adopción de cambios sustanciales en el diseño de las cláusulas de indicación, que pueden ayudar a consolidar comportamientos moderados de esta variable². A la luz de la experiencia con el anterior AENC, existe el riesgo de que las recomendaciones acordadas no se

cumplan de forma estricta³, por lo que cabe insistir en la necesidad de que los agentes sociales trasladen de manera efectiva estas recomendaciones a los convenios colectivos actualmente en negociación.

En el ámbito de las reformas, en marzo de este año se aprobó una nueva reforma del mercado de trabajo⁴, que, entre otros aspectos, contiene un conjunto de medidas orientadas a facilitar la capacidad de las empresas para adaptarse a cambios en la situación económica por vías distintas al ajuste del empleo, tales como modificaciones en las horas trabajadas y en los salarios. Entre estas medidas, destacan: i) la prioridad aplicativa de los convenios de empresa sobre los de ámbito superior en una lista amplia de materias —salarios, horarios, distribución del tiempo de trabajo, adaptación al sistema de clasificación profesional, etc.—; ii) la ampliación de las materias sobre las que el empresario puede realizar una modificación sustancial de las condiciones de trabajo o decidir la inaplicación de las condiciones pactadas en un convenio de ámbito superior; iii) la imposición de un límite máximo de

1 En función del crecimiento del PIB en 2013, de tal modo que el aumento salarial no excederá del 0,6 % si el PIB crece por debajo del 1 %, del 1 % si el PIB crece entre el 1 % y el 2 %, y del 1,5 % si el PIB crece por encima del 2 %.

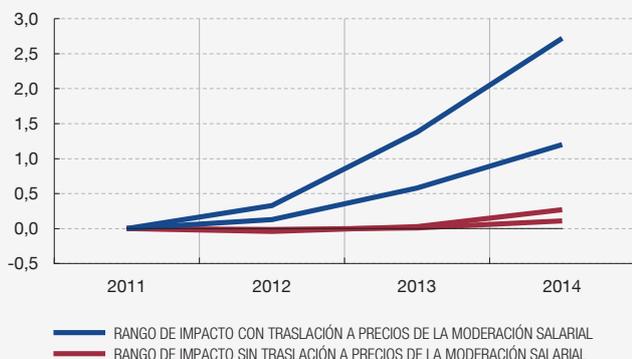
2 En concreto, se recomienda su activación a partir de que la inflación supere el 2 % al final de año, en lugar del incremento efectivamente pactado en cada convenio, y que su cobro no sea consolidable. Además, en el caso de que la inflación española fuera superior a la del área del euro, se tomaría esta última para calcular el exceso. Adicionalmente, en caso de aumentos significativos del precio del petróleo (superiores al 10 %), el indicador de inflación de referencia excluiría las rúbricas de carburantes y combustibles. De este modo, se refuerza el impacto moderador del AENC, al evitar que potenciales incrementos transitorios de la inflación se trasladen a los salarios.

3 El anterior AENC recomendó un incremento salarial inferior al 1 % para el año 2010 que finalmente no se cumplió ni siquiera en los convenios de nueva firma, que pactaron un aumento de las tarifas salariales del 1,2 % —que se elevó al 1,7 %, al tener en cuenta las cláusulas de salvaguarda—. Además, solo un 55 % de los convenios de nueva firma acordó incrementos salariales por debajo del 1 % en dicho año. Tampoco se produjo un elevado grado de cumplimiento en el ámbito de las cláusulas de indicación, donde se recomendaba que tuvieran un carácter plurianual, que no fue trasladado, en términos generales, a los convenios colectivos.

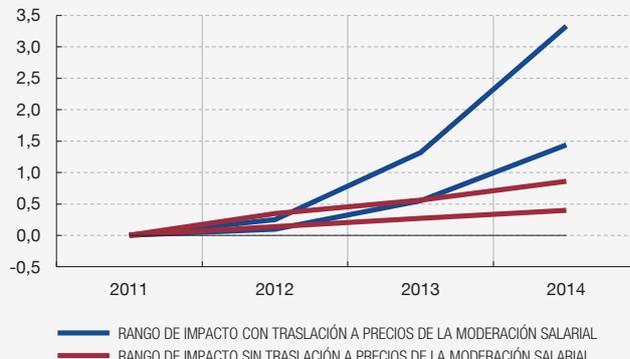
4 Real Decreto Ley 3/2012, aprobado el 10 de febrero, convalidado el 8 de marzo como proyecto de ley, y actualmente en trámite parlamentario, donde son posibles las enmiendas.

1 RESULTADOS DEL EJERCICIO DE SIMULACIÓN DE LA MODERACIÓN SALARIAL CON MTBE

1.1 PIB (a)



1.2 EMPLEO (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Diferencias de nivel acumuladas en puntos porcentuales.

dos años a la eficacia de los convenios tras la expiración de su plazo de vigencia (lo que se conoce como ultraactividad), y iv) la simplificación de los procedimientos para la realización de Expedientes de Regulación de Empleo (ERE) de reducción de jornada y suspensión de contrato. Asimismo, la reforma laboral ha reducido de forma apreciable los costes del despido de los trabajadores indefinidos y ha flexibilizado sus procedimientos.

En conjunto, cabe esperar que estas medidas propicien un aumento del grado de descentralización de la negociación colectiva y una mayor flexibilidad salarial a las condiciones específicas de las empresas. Ello llevará a subsanar la escasa diferenciación salarial entre empresas y sectores inducida por la hasta ahora vigente estructura de negociación. A su vez, los cambios introducidos también redundarán en una mayor agilidad en la adaptación de las condiciones laborales ante posibles cambios en la situación económica. En conjunto, la interacción de las medidas de reforma y flexibilización interna de las empresas con el nuevo AENC deberá contribuir a contener los costes laborales y a impulsar la competitividad.

Para evaluar el impacto de la moderación salarial sobre el PIB y el empleo, se han realizado unos ejercicios de simulación con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE), en los que se calibran los efectos de una mayor moderación salarial derivada del impacto estimado del AENC y de la reforma laboral, sobre el crecimiento y el empleo. Un cumplimiento estricto de las pautas salariales marcadas por el nuevo AENC para el período 2012-2014 podría dar lugar a un escenario de menor crecimiento salarial, de 0,6 pp en 2012 y 1 pp en 2013 y 2014, con respecto a un escenario de referencia en el que no se hubiera alcanzado el

Acuerdo⁵. A este efecto se le añade una estimación muy tentativa del impacto adicional que podría derivarse de la reciente reforma del mercado laboral, como consecuencia, principalmente, de un aumento del número de convenios de empresa y de los ERE de reducción de jornada, y de un mayor uso de los descuelgues salariales. Como resultado de ello, se supone que el impacto conjunto del AENC y de la reforma laboral podría rebajar el crecimiento salarial con respecto al escenario base en una horquilla comprendida entre 0,6 pp y 1 pp en 2012 y entre 1 pp y 2 pp en 2013 y 2014.

Las simulaciones realizadas con el MTBE reflejan que el escenario de moderación salarial simulado tendría un efecto positivo sobre el crecimiento del PIB y del empleo, aunque su magnitud depende crucialmente del grado de traslación a los precios finales de los menores costes laborales. Si la moderación salarial es acompañada por un ajuste de similar magnitud en los precios (líneas azules del gráfico 1), las ganancias de competitividad resultantes generarían un aumento de la demanda de los productos españoles que activaría otros procesos expansivos. Al mismo tiempo, se mantendría el poder adquisitivo de las rentas salariales y, en consecuencia, se originaría un nivel más elevado de consumo privado y de inversión. En conjunto, los aumentos acumulados del empleo y del PIB hasta 2014 estarían en un rango entre 1 pp y 3,5 pp y entre 1 pp y 2,5 pp, respectivamente, contribuyendo de manera significativa a reducir la tasa de desempleo. En cambio, en un escenario extremo, en el que la modera-

5 La inercia en las tarifas salariales introducida por los convenios plurianuales ya firmados en años anteriores es lo que explica el diferente impacto entre 2012 y los dos años siguientes.

2 EVOLUCIÓN DEL DEFLACTOR DEL PIB Y LOS CLU

DEFLACTOR DEL PIB Y LOS COSTES LABORALES UNITARIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación interanual.
- b Deflactor del PIB corregido de aumentos impositivos.

ción de los costes salariales no se trasladase a los precios porque los márgenes empresariales se ampliasen en la misma cuantía (líneas rojas del gráfico 1), las simulaciones indican un impacto mucho más reducido tanto sobre el PIB como sobre el empleo, pues el comportamiento más inflacionista privaría a la economía del efecto expansivo de la moderación de precios sobre las exportaciones y el consumo privado.

En este sentido, el comportamiento reciente de la inflación y de los CLU (véase gráfico 2) indica la existencia de margen para que la contención de estos últimos se traslade a los precios con mayor intensidad que la observada hasta la fecha, lo que permitiría maximizar los potenciales efectos expansivos de un escenario de moderación salarial. Este resultado subraya la importancia de complementar la reciente reforma laboral con un impulso a la liberalización de los mercados de productos que favorezca la

competencia en los sectores menos expuestos a la misma y facilite la traslación de la moderación de los costes a los precios. De hecho, de acuerdo con la evidencia disponible para otros países⁶, la concurrencia temporal de ambos tipos de reformas refuerza los efectos beneficiosos de las reformas laborales (al favorecer en mayor medida la generación de empleo) y mitiga sus costes (al facilitar el mantenimiento del poder adquisitivo de los salarios).

6 Al examinar cuatro experiencias europeas de profundas reformas del mercado de trabajo en los últimos veinte años (en el Reino Unido, Holanda, Irlanda y Dinamarca) que tuvieron resultados exitosos en términos de reducción del desempleo, Annett concluye que las ganancias de empleo fueron mayores gracias a que las reformas se complementaron con procesos liberalizadores en los mercados de productos [A. Annett (2007), *Lessons from Successful Labor Market Reformers in Europe*, IMF Policy Discussion Paper 07/1].

También se han modificado sustancialmente los mecanismos para la extinción de los contratos y se ha creado un nuevo contrato indefinido para las empresas pequeñas y medianas, que comporta una serie de incentivos fiscales⁴.

Las modificaciones de la reforma mejoran aspectos clave del funcionamiento del mercado laboral en España. Sus efectos globales favorecerán la creación de empleo y la estabilidad del mismo, aunque, en el horizonte más inmediato de fuerte debilidad de la actividad, si no se aprovechan con intensidad las medidas de flexibilidad interna aprobadas para adaptar las condiciones laborales a las necesidades específicas de cada empresa, se podría producir todavía algún ajuste adicional en el nivel de empleo. La reforma deberá contribuir también a contener el crecimiento de los costes laborales e impulsar así la competitividad de las empresas españolas, aunque para ello es necesario que se refuercen las condiciones para que los márgenes empresariales no absorban y amortigüen las ganancias derivadas de la moderación de los costes (véase recuadro 1.3). En todo caso, sería deseable que la reforma se completase con medidas más ambiciosas en materia de políticas activas que incluyan una exhaustiva evaluación de los programas en vigor, una mayor vinculación con las políticas pasivas, así como actuaciones alternativas a los incentivos a la contratación, que, hasta ahora, han mostrado una efectividad muy reducida sobre la creación de empleo agregada.

... aunque para conseguir estos efectos es imprescindible dar un nuevo impulso a la liberalización de los mercados de bienes y servicios...

Para alcanzar plenamente los efectos positivos de la reforma laboral, es imprescindible complementarla con un nuevo impulso a la liberalización de los mercados de productos que favorezca la competencia en los sectores menos expuestos a la misma. Las políticas de fomento de la competencia constituyen el principal instrumento para disciplinar la formación de márgenes y para incrementar la sensibilidad de la formación de precios a las condiciones de demanda. Ambas cuestiones son fundamentales para el adecuado funcionamiento del canal de la competitividad, que tan importante es para la superación

4 Una descripción de la reforma puede encontrarse en «La evolución del empleo y del paro en 2011, según la EPA», *Boletín Económico*, febrero de 2012, Banco de España.

... mediante cambios en la regulación en un número amplio de sectores y actividades...

de la crisis, tal y como se analiza en el capítulo siguiente. Además, lo ocurrido durante estos años ha puesto de manifiesto la necesidad de que todos los sectores y actividades se adapten de manera efectiva al entorno de flexibilidad que requiere la participación en la UEM, para lo cual son imprescindibles reformas que impulsen ganancias genuinas de eficiencia y de productividad, con vistas a potenciar las fuentes de crecimiento de medio y largo plazo.

Las actuaciones pendientes son numerosas y afectan a un número amplio de sectores y actividades. Muchas de ellas caen de lleno en el foco de las actuaciones de política económica que el Gobierno quiere desplegar en los próximos meses, tal y como contempla el Programa Nacional de Reformas (PNR) que aprobó el pasado 27 de abril. El sector de la vivienda ha experimentado un drástico proceso de ajuste en estos últimos años, pero este no ha ido acompañado de cambios fundamentales en algunos de los factores que contribuyeron al *boom* previo. El tratamiento fiscal de la adquisición de vivienda, tras la reintroducción de la desgravación fiscal, sigue siendo muy favorable a la adquisición de vivienda en propiedad. Por otra parte, hasta muy recientemente, no se había modificado la regulación sobre alquileres, que mantiene plazos obligatorios muy estrictos que desincentivan la oferta. Algunos de estos aspectos, particularmente en el tema de los plazos, están siendo objeto de reconsideración en el Anteproyecto de Ley de medidas para dinamizar el mercado de alquiler de viviendas, recientemente aprobado. Actuaciones que impulsen la competencia en el transporte, el comercio al por menor y en la provisión de servicios profesionales y que eliminen las barreras a la creación de empresas, materias que también se señalan en el PNR, tendrán efectos apreciables sobre la formación de costes y precios y sobre la productividad.

El adecuado funcionamiento de los organismos que velan por la competencia y de aquellos que tienen encomendada la regulación de las industrias de red es vital para seguir avanzando en el necesario proceso de liberalización. La reforma en marcha de estos organismos debería tener como objetivo prioritario fortalecer su independencia, los canales de rendición de cuentas y su capacidad técnica, garantizando que los expertos sectoriales puedan emitir decisiones que contrarresten las presiones que todavía emergen en algunos de los sectores menos abiertos a la competencia. Los cambios organizativos y de distribución de funciones no deberían, en ningún caso, suponer una merma para el logro de dichos objetivos.

Dentro de las industrias de red, el sector energético merece especial atención, como también contempla el PNR. El proceso de liberalización se encuentra aún lejos de su culminación y existe un amplio margen para intensificar la competencia en todos los sectores. Para corregir estos problemas, sería necesario avanzar decididamente en la desintegración vertical, con la separación de propiedad entre las actividades de red y las de producción y comercialización, en las que habría que asegurar que la estructura de mercado resulte suficientemente competitiva. En el sector de hidrocarburos existe margen para incrementar la competencia en el segmento de distribución.

Dentro de las actividades energéticas, el sector eléctrico tiene una problemática propia que se ha de solucionar urgentemente con una perspectiva de medio y largo plazo para resolver algunos desequilibrios derivados de la regulación económica en diversos segmentos que se han acumulado en los últimos años, al tiempo que se permita combinar la competitividad con la seguridad en cuanto al suministro y la protección del medioambiente.

Finalmente, una mayor transparencia en la formación de los precios de la energía, y en particular de la retribución de las actividades reguladas, es esencial para mejorar el fun-

cionamiento del mercado. Sin duda, la Ley de Transparencia, Acceso a la Información Pública y Buen Gobierno, que se aplica a todos los sectores en los que interviene la Administración Pública, junto a un mejor funcionamiento de los organismos reguladores, podrá contribuir a este objetivo.

... la formación en nuevas tecnologías, el impulso a la innovación y la mejora del capital humano

Para potenciar las ganancias de productividad, sería imprescindible avanzar en la superación de los problemas que aquejan al proceso educativo en España, que presenta unos niveles de calidad reducidos en comparación con los estándares internacionales. Igualmente, sería conveniente favorecer la formación en la utilización de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones (en el sistema educativo, la formación continua de trabajadores y la formación de parados) e incentivar la incorporación de nuevas tecnologías a las empresas pequeñas. Para mejorar la calidad del capital tecnológico, el esfuerzo debe concentrarse en fomentar la innovación en el sector privado, lo que requiere una evaluación de los instrumentos de apoyo en vigor y reforzar la conexión entre la investigación básica y la empresa.

1 Introducción

La competitividad es un objetivo primordial de la UEM...

La mejora de la competitividad se ha convertido a lo largo de la crisis en un objetivo primordial de la política económica de un buen número de países del área del euro. La primera razón de que ello sea así es que los escenarios de recuperación del crecimiento descansan en el impulso de la demanda exterior como un elemento fundamental, sobre todo en aquellas economías donde el exceso de endeudamiento limita la capacidad de reacción de la demanda interna. Pero, más allá de este patrón de recuperación relativamente general, en una unión monetaria la importancia de la competitividad se ve considerablemente ampliada por el hecho de que solo las variaciones de los precios relativos de los bienes comerciales entre los países miembros pueden inducir los realineamientos de tipo de cambio real necesarios para resolver los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente entre ellos. Y a todo ello se añade la necesidad de resolver los problemas de sobreendeudamiento exterior en el que han incurrido algunas de estas economías, cuya corrección requiere el enderezamiento de la balanza por cuenta corriente. No es de extrañar, pues, que el análisis de la competitividad haya pasado a ser un asunto prioritario en el nuevo marco reforzado de vigilancia y supervisión macroeconómica de las instituciones europeas e internacionales.

... que es crucial para el proceso de ajuste de la economía española

Los argumentos que se acaban de exponer son particularmente pertinentes en la situación por la que atraviesa la economía española, que, como se ha explicado en el capítulo 1, se enfrenta a la dificultad de recuperar el vigor de la actividad económica a la vez que avanza en la corrección de un exceso de endeudamiento bajo condicionantes muy fuertes sobre las políticas macroeconómicas de demanda, derivados de los elevados déficits públicos alcanzados y del clima de desconfianza generado por la crisis de la deuda soberana. El desapalancamiento del sector privado y la restauración de la sostenibilidad de las cuentas públicas limitan el papel que la demanda interna puede desempeñar como factor impulsor del crecimiento económico en el corto plazo, desplazando así el centro de gravedad de la recuperación hacia la demanda exterior. Por su parte, la política monetaria ha mantenido tipos de interés bajos y condiciones extraordinarias de provisión de liquidez, que han posibilitado que la restricción de financiación exterior no fuera más intensa, pero la economía española todavía mantiene elevadas necesidades de financiación, ya que, a pesar de la fuerte contracción sufrida por la actividad económica, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente se situó en el 3,5 % del PIB en 2011, al tiempo que se produjeron cuantiosos flujos de financiación hacia el exterior, que solo fueron compensados por un importante aumento de los pasivos externos del Banco de España. La recuperación de la competitividad desempeña, por tanto, un papel determinante tanto para que la demanda externa supla la falta de soporte de la demanda interna a la actividad como para estimular el crecimiento desde el lado de la oferta.

El análisis de la competitividad requiere tener en cuenta múltiples dimensiones...

El concepto de competitividad se utiliza con significados diferentes y no existe una medición incontrovertible del mismo. Es habitual asociar competitividad con tipo de cambio real, es decir, con el precio de los bienes y servicios comercializables producidos internamente en relación con los del resto del mundo. Bajo el supuesto de competencia perfecta, los precios vienen determinados principalmente por los costes laborales unitarios (CLU), por lo que el análisis de la competitividad se realiza frecuentemente a partir de la comparación internacional de CLU. No obstante, el modelo de competencia perfecta no resulta muy adecuado para caracterizar muchos mercados internacionales, en los que se intercambian variedades diferenciadas de productos que compiten en precio y calidades y, por tanto, se aproximan más a una situación de competencia monopolística.

A veces, el concepto de competitividad se restringe a un componente exterior, asociándolo al comportamiento de las empresas nacionales en los mercados internacionales, y obviando el grado de penetración de las empresas extranjeras en el mercado interno, cuando por lo que respecta a la capacidad de generar actividad económica y empleo ambos componentes son importantes. Por ello, indicadores de competitividad basados en la evolución de las cuotas de exportaciones de un país en el total mundial o la penetración de importaciones en el mercado nacional también ofrecen información útil para el análisis de la competitividad, que no siempre apunta en la misma dirección que la evolución de los precios relativos, por varias razones. Una es la amplia heterogeneidad sectorial y empresarial existente en relación con la capacidad de exportar y competir en los mercados internacionales y nacional, de manera que la evolución agregada de las cuotas puede, en ocasiones, responder a efectos composición derivados de cambios en la distribución sectorial del empleo o del producto. Otra es que la demanda mundial relativa de bienes de un determinado país puede variar no solo en función de su precio relativo, sino también por las variaciones en su calidad u otros factores que puedan afectar a las preferencias de los consumidores. La ganancia de cuotas de mercado por las empresas depende, en muchas ocasiones, más que de precios relativos, de otros aspectos relacionados con las especificaciones técnicas de sus productos, con su capacidad para acceder a los canales de distribución adecuados y, en definitiva, con su capacidad innovadora y el capital humano de su fuerza de trabajo.

En consecuencia, están muy extendidos, también, otros enfoques más globales del concepto de competitividad que tienden a presentarlo como sinónimo de productividad, de manera que, a la hora de aproximar el potencial competitivo de un país, aparte de los costes de producción, sería preciso tener en cuenta otros factores que influyen sobre la capacidad innovadora de las empresas y para competir en dimensiones distintas de precios relativos, como son la composición del capital humano, la eficiencia de sus infraestructuras, el marco regulatorio al que se enfrentan las empresas y su grado de integración en cadenas de producción globales.

... que también han de ser consideradas en el diseño de medidas de política económica para impulsar las ganancias de competitividad

Tratándose, por tanto, de un concepto multidimensional, resulta apropiado abordar el análisis de la competitividad, y de las políticas necesarias para fomentarla, desde enfoques variados, combinando los indicadores macroeconómicos habituales de precios y costes relativos con la atención a las cuotas de exportación y, también, con la penetración de importaciones en el mercado interno, así como con información microeconómica que permita analizar la heterogeneidad empresarial a este respecto y sus implicaciones. Solo con una aproximación de esta naturaleza será posible realizar un diagnóstico atinado y un análisis completo de sus determinantes, y diseñar las medidas de política económica que faciliten su mejora y que, por tanto, reduzcan los costes de los ajustes macroeconómicos posibles dentro de la unión monetaria para alcanzar un mayor crecimiento.

Este capítulo proporciona algunas bases para el análisis de la competitividad de la economía española teniendo en cuenta este enfoque más amplio del concepto. Así, en primer lugar, se resalta la importancia de las ganancias de competitividad para la recuperación de la economía española, en un contexto como el actual, en el que existen fuertes restricciones para las políticas de impulso de la demanda interna y en el que es preciso corregir una serie de desequilibrios entre los países miembros de una unión monetaria (apartado 2). A continuación, se comentan los indicadores macroeconómicos utilizados habitualmente para el análisis de la competitividad (apartado 3) y se identifican y analizan sus determinantes en la evolución reciente de la economía española (apartado 4). Seguidamente, se documenta la heterogeneidad empresarial existente en relación con la productividad,

costes y exportaciones (apartado 5), y se revisan las políticas macro y microeconómicas que pueden contribuir a impulsar la competitividad (apartado 6).

2 El papel de la competitividad en el ajuste de la economía española

Las ganancias de competitividad son imprescindibles para superar la crisis

Durante el período 1996-2007, según muestran los indicadores habituales al uso, la economía española sufrió una considerable pérdida de competitividad. Los bajos tipos de interés y el excesivo optimismo sobre las expectativas de crecimiento y sobre el precio de los activos (principalmente, de los inmobiliarios) provocaron un gran empuje de la demanda interna, que, dada la limitada capacidad de respuesta de la oferta, se tradujo en un crecimiento de precios y costes persistentemente superior al del conjunto de la UEM, y especialmente al de los países más estables y con mayor dinamismo exportador. A su vez, este desafortunado comportamiento de costes y precios relativos vino acompañado de un crecimiento de la productividad muy reducido, como consecuencia, entre otras cosas, de las propias rigideces de oferta, de los insuficientes avances en la liberalización de los mercados de bienes y servicios y, sobre todo, del mantenimiento de notables ineficiencias en el funcionamiento del mercado de trabajo. Como consecuencia de todo ello, el deterioro de la competitividad y el aumento del endeudamiento desembocaron en un voluminoso aumento del déficit exterior y en una importante acumulación de deudas netas frente al resto del mundo.

El grave deterioro de la situación financiera mundial y el empeoramiento de las expectativas de crecimiento asociados a la crisis económica global pusieron al descubierto la existencia de un grave desequilibrio externo de la economía española, cuya corrección hacía ineludible una mejora sustancial de la competitividad, que habría de articularse de manera simultánea con la necesaria reducción de los altos niveles de endeudamiento de los diversos sectores institucionales de la economía española.

Al mismo tiempo, la mejora en el funcionamiento de la UEM deberá ser capaz de prevenir la acumulación de desajustes de competitividad...

Cuando en una unión monetaria se producen perturbaciones económicas asimétricas, surgen diferenciales de inflación que la política monetaria común no puede corregir. Si estos diferenciales de inflación son persistentes, pueden generar desviaciones de los tipos de cambio reales entre los países miembros con respecto a sus valores de equilibrio, cuya corrección requiere cambios en los precios relativos entre los bienes y servicios producidos internamente y los que lo son en el resto del área. Si los mecanismos de formación de precios y costes son suficientemente flexibles, los ajustes nominales necesarios se producen con mayor rapidez, evitando así que la corrección de los desequilibrios tenga que hacerse a través de la actividad y el empleo, con el consiguiente aumento del paro. Así pues, la flexibilidad de los mercados de bienes, servicios y factores es fundamental para conseguir una adecuada adaptación al funcionamiento propio de una unión monetaria.

La experiencia de los diez primeros años de la UEM ha mostrado claramente que la importancia de esta flexibilidad y las consecuencias de su ausencia fueron subestimadas cuando se diseñaron los mecanismos de gobernanza de la UEM. Era conocido entonces que tasas de inflación persistentemente más elevadas llevaban a tipos de interés reales excesivamente bajos que, en ausencia de una oferta suficientemente flexible, retroalimentaban las expansiones de la demanda, que estaban en el origen de las tensiones inflacionistas¹. Se confiaba, no obstante, en que un diferencial positivo de inflación y la consiguiente apreciación del tipo de cambio real conllevaran una disminución de la demanda externa que permitiera compensar

¹ Sir A. Walters, en relación con el Sistema Monetario Europeo, ya adelantó que esta divergencia de tipos de interés reales se suele producir bajo tipos de cambio fijos, por lo que se ha acuñado el término de «crítica de Walters» para referirse a esta fuente de divergencia en una unión monetaria.

el comportamiento de la demanda interna. Pero este canal ha sido claramente insuficiente como mecanismo de ajuste y, como resultado, ha tenido lugar una acumulación de desequilibrios externos, cuya corrección se está produciendo, finalmente, por la vía de variaciones en la producción y el empleo más que a través de un ajuste nominal².

... lo que ha llevado a introducir nuevos procedimientos de supervisión dentro de las reglas de gobernanza europeas

El reconocimiento de que la acumulación de desequilibrios macroeconómicos, externos e internos, ha tenido un coste muy elevado durante la presente crisis ha llevado a introducir cambios de calado en el esquema de la gobernanza europea. Más concretamente, el nuevo marco contempla un procedimiento de supervisión macroeconómica que complementa el bloque fiscal ya existente (reforzado también en este nuevo marco) y que trata de prevenir la ocurrencia de desequilibrios macroeconómicos de naturaleza distinta a la fiscal y de asegurar la adopción rápida de medidas correctoras en caso de que se produzcan. Este «mecanismo de alerta» funciona alimentado por un «cuadro» (*scoreboard*) de diez indicadores elegidos en función de cuatro principios: i) estar centrados en las dimensiones más relevantes de los desajustes macroeconómicos y de las pérdidas de competitividad; ii) proporcionar señales claras del potencial de acumulación de desequilibrios y pérdidas de competitividad en una etapa inicial de su ocurrencia; iii) servir como instrumento de comunicación, y iv) estar contruidos con criterios estadísticos que permitan una disponibilidad frecuente y las comparaciones internacionales³. Los indicadores en los que se basa este *Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico*, así como los valores de los mismos a partir de los cuales se considera que puede existir un desajuste, se detallan en el cuadro 2.1. En el último ejercicio de supervisión realizado con indicadores referidos a 2010, España superaba estos umbrales en tres de los cinco indicadores que se refieren a desequilibrios externos y a competitividad: saldo de la balanza por cuenta corriente (-6,5 % del PIB en media del período 2008-2010), posición deudora exterior neta (89,5 % del PIB) y evolución de las cuotas de exportación (-11,6 % acumulado en el período 2006-2010).

El ajuste de la competitividad ha de combinar ajustes nominales en costes, márgenes y precios con incrementos de la productividad...

En una unión monetaria no existe la posibilidad de la devaluación cambiaria con respecto al resto de países del área. En estas condiciones, la devaluación interna, esto es, el ajuste de costes y precios, junto con los aumentos de productividad derivados de una mejor gestión del trabajo y una asignación más eficiente de los recursos productivos, es la alternativa disponible para recuperar competitividad. El desalineamiento de los precios relativos de los bienes y servicios internos solo puede corregirse si existe una adecuada flexibilidad en la formación de precios y salarios, por lo que depende crucialmente de la eficacia de las acciones estructurales sobre el funcionamiento de los mercados relevantes. Cuando, además, la recuperación de la competitividad ha de hacerse en paralelo con una corrección del exceso de endeudamiento privado que lastra las posibilidades de recuperación de la demanda interna, es imprescindible que el ajuste nominal vaya acompañado de un incremento permanente de la tasa de crecimiento de la productividad que sienta las bases de un crecimiento sostenido a medio y largo plazo. Todo lo cual ilustra la importancia de las políticas de oferta y de reforma estructural para la activación del impulso de la competitividad como principal resorte para la superación de la crisis.

En principio, la política fiscal podría contribuir al ajuste de costes y precios relativos mediante un cambio en la composición de los ingresos tributarios que ayudase al abaratamiento de las exportaciones. En esto consiste la llamada «devaluación fiscal», que combina una

2 Véase O. J. Blanchard y P. A. Muet (1993), «Competitiveness through Disinflation: An Assessment of the French Macroeconomic Strategy», *Economic Policy*, vol. 8, n.º 16, abril, pp. 11-56. Que la UEM es propicia a una sucesión de episodios de estas características se conoce como la teoría de los *rotating slumps*.

3 Véase European Commission (2012), «Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances», *European Economy*, Occasional Papers, 92, febrero.

	Fuente de datos	Umbral indicativo	Período para calcular umbral	Algunos indicadores adicionales
DESEQUILIBRIOS EXTERNOS Y COMPETITIVIDAD				
Media móvil de tres años del saldo de balanza por cuenta corriente (% del PIB)	Estadísticas de balanza de pagos, Eurostat	+6/-4 %	1970-2007	Saldo acreedor o deudor neto con respecto al resto del mundo de la suma de las balanzas por cuenta corriente y de capital (% del PIB)
Posición de inversión internacional neta (% del PIB)	Estadísticas de balanza de pagos, Eurostat	-35 % cuartil inferior	Primer año disponible (mediados años noventa-2007)	Deuda neta externa (% del PIB)
Variación trienal del tipo de cambio efectivo real, basado en IAPC relativo a 35 países industrializados (%) (a)	Indicador DG ECFIN de base de datos de competitividad en precios y costes	+/-5 % área del euro +/-11 % no área del euro cuartiles inferior y superior del área del euro +/- desviación estándar del área del euro	1995-2007	Tipo de cambio efectivo real con respecto al resto del área del euro
Variación quinquenal en la cuota de mercado de exportaciones basado en valor (%)	Estadísticas de balanza de pagos, Eurostat	-6 % cuartil inferior	1995-2007	Cuota de exportación basada en volumen de bienes; productividad del trabajo; crecimiento de la tendencia de la PTF
Variación trienal de los costes laborales unitarios nominales (%) (b)	Eurostat	+9 % área del euro +12 % no área del euro cuartil superior área del euro 3 pp	1995-2007	CLU nominal (variaciones en 1, 5 y 10 años); CLU efectivo en relación con el resto del área del euro; otras medidas de productividad
DESEQUILIBRIOS INTERNOS				
Variación interanual de precios de vivienda deflactados (%) (c)	Índice de precios armonizados de vivienda de Eurostat, completado con datos de BCE, OCDE y BPI	+6 % cuartil superior		Precio de vivienda en términos reales (variaciones en 3 años); precio de vivienda nominal (variaciones de 1 a 3 años); construcción residencial
Flujo de crédito al sector privado (% del PIB) (d) (e)	Eurostat para datos anuales y cuentas sectoriales trimestrales, y BCE para datos trimestrales	+15 % cuartil superior	1995-2007	Indicador de cambio en los pasivos financieros del sector financiero no consolidado; ratio de deuda sobre capital
Deuda del sector privado (% del PIB) (d) (e)	Eurostat para datos anuales y cuentas sectoriales trimestrales, y BCE para datos trimestrales	+160 % cuartil superior	1994-2007	Deuda del sector privado basada en datos consolidados
Deuda pública (% del PIB) (f)	Eurostat (definición en tratado-protocolo de déficit excesivo)	+60 %		
Media móvil de tres años de tasa de desempleo	Eurostat	+10 %	1994-2007	

FUENTE: Comisión Europea.

- a** Se considera el IAPC para los socios comerciales de la UE, y para los socios no comunitarios el deflactor está basado en un IPC similar al IAPC en metodología.
- b** El índice CLU se define como la ratio de la compensación nominal por empleado sobre el PIB real por persona empleada.
- c** Corresponde a variaciones en los precios de vivienda en relación con el deflactor de consumo de Eurostat.
- d** El sector privado se define como sociedades no financieras, hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- e** Es la suma de préstamos, valores distintos de acciones y pasivos no consolidados.
- f** La sostenibilidad de las finanzas públicas no se valora en el contexto del procedimiento de desequilibrio macroeconómico, puesto que este tema ya se trata en el pacto de estabilidad y crecimiento. Sin embargo, este indicador se incluye en el procedimiento porque el endeudamiento del sector público contribuye al endeudamiento total del país y, por tanto, a la vulnerabilidad global del país.

reducción de las contribuciones a la Seguridad Social con un incremento del tipo impositivo del IVA. Sin embargo, se trataría de una medida de impacto limitado, tanto en el tiempo como en su alcance potencial, que no podría sustituir la necesaria flexibilidad en la formación de costes y precios y que, sobre todo, puede resultar contraproducente cuando el sector público se enfrenta a perentorias necesidades de reequilibrio y sobre el mismo pesan importantes pasivos implícitos como resultado de los potenciales efectos de la demografía sobre el saldo financiero de la Seguridad Social.

En todo caso, para que el ajuste nominal pueda tener lugar se requiere una regulación laboral que no obstaculice el recurso a las modificaciones de salarios y de las condiciones de empleo como mecanismos de respuesta a la caída de la demanda y una política de promoción de la competencia que impida que los ajustes de costes sean absorbidos por ampliaciones de los márgenes empresariales (véase recuadro 1.3). El crecimiento de la productividad necesita también de mercados de factores y de productos bien regulados que faciliten una asignación eficiente de los recursos y que promuevan mejoras en la cualificación profesional de los trabajadores e inversiones en capital productivo.

... cuyos efectos sobre el PIB y el empleo pueden ser elevados, incluso en el corto plazo

Las ganancias de competitividad incrementan el PIB y el empleo a través de diferentes mecanismos, que dependen de cuáles sean los orígenes de las mismas. En el caso de un ajuste salarial que disminuya los costes de producción de los bienes internos y con márgenes de beneficios constantes, el mecanismo actúa a través del impulso de las exportaciones inducido por el descenso de sus precios relativos. La magnitud del incremento de las exportaciones dependerá, no obstante, de la fortaleza de la demanda internacional, cuyo vigor en el contexto recesivo actual es bajo, y de la elasticidad-precio de dichos bienes. Pero este canal de transmisión vía «competitividad-precio» no es el único, ni quizá el más importante. Si, como cabe esperar, la mayor capacidad de adaptación de los salarios redundará en una mayor estabilidad del empleo, ello también se traducirá en una mejora de las expectativas de renta futura, que contribuirá a impulsar también la demanda interna, que, a su vez, será satisfecha en una mayor proporción por la producción de empresas nacionales con precios relativos más bajos.

En caso de que las ganancias de competitividad procedan de un incremento de la productividad, originado, bien en avances tecnológicos, o bien por una mejor asignación de recursos que conduzca a una mayor especialización en la producción de bienes comercializables, el efecto sobre la actividad y el empleo dependerá, en el corto plazo, del grado de inercia de salarios y precios y del grado de rigidez real de salarios, esto es, de su reacción ante la evolución de los precios y de la demanda, en el medio y largo plazo. Si, como cabe esperar en una situación de alto desempleo y atonía de la demanda, se mantiene la moderación salarial y de los márgenes de beneficios, el aumento de la demanda relativa de productos nacionales inducido por la reducción de precios o por las mejoras de calidad conduciría a un aumento del PIB y del empleo más pronunciado que en el caso anterior. Y ello porque las ganancias de las cuotas de mercado de las empresas españolas serían el resultado de un conjunto de factores más amplio que el mero abaratamiento de los precios relativos y porque la mejora de expectativas futuras de renta también sería mayor. No obstante, hay que tener en cuenta que los aumentos de la productividad pueden requerir más tiempo, por lo que la mejora de la competitividad por este camino solo es operativa en un horizonte de medio plazo.

Los resultados de las simulaciones realizadas con el modelo de equilibrio general de la economía española del Banco de España (BEMOD), que incorpora todos estos canales de transmisión, permiten confirmar que la mejora de la competitividad puede tener un impacto significativo sobre la actividad y el empleo en el corto y medio plazo (véase cuadro 2.2). Así, por

Diferencias de nivel acumuladas

Escenarios	PIB			Empleo			Aportación al PIB de exportaciones netas			Capacidad/necesidad de financiación de la nación (% del PIB)		
	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3	Año 1	Año 2	Año 3
Ajuste nominal (b)	0,4	0,7	0,5	0,6	0,7	0,4	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0
Reducción de los CLU (c)	0,5	0,7	0,5	-0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Devaluación del euro (d)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aumento de la base exportadora (e)	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Mejora en la productividad (f)	1,3	2,2	2,0	0,6	1,5	1,3	0,2	0,3	0,4	-0,1	-0,2	-0,1

FUENTE: Banco de España.

- a La elasticidad-precio de las exportaciones se ha calibrado a dos.
b Se ha calibrado para que los CLU caigan un 1% en media el primer año. El coeficiente autorregresivo de primer orden se ha fijado en 0,25.
c Solo en el sector de comerciables. Calibrado para que los CLU caigan un 1% en media el primer año. El coeficiente autorregresivo de primer orden se ha fijado en 0,8.
d Depreciación de un 1% en el primer trimestre.
e Aumento del peso de las exportaciones españolas en la cesta de consumo del resto del área del euro. Se ha calibrado para que las exportaciones españolas aumenten un 1% el primer año.
f Suma de tres perturbaciones muy persistentes pero no permanentes (el coeficiente autorregresivo de primer orden es 0,9): mejora de la productividad, reducción de los salarios y reducción de los márgenes. Con las dos últimas perturbaciones se consigue que los salarios no crezcan en términos reales y que los precios caigan tanto como los CLU.

ejemplo, una reducción de los CLU de un 1%, provocada por una disminución de salarios de igual magnitud, impulsaría el crecimiento del PIB y del empleo en alrededor del 0,6 puntos porcentuales (pp) en media a un horizonte de tres años, mientras que un aumento del peso de las exportaciones españolas en la cesta de consumo del resto del área del euro que supusiera un incremento de las exportaciones del 1% lo haría, en media durante dicho horizonte, en 0,5 pp. Este efecto sería aún mayor si la reducción de los CLU fuera causada por un aumento de la productividad en el sector de bienes comercializables que no se transmitiera ni a salarios nominales ni a márgenes. En cualquier caso, dada la baja elasticidad-precio del saldo de la balanza por cuenta corriente, para obtener un efecto positivo significativo sobre la capacidad de financiación de la economía sería preciso generar un aumento de la base exportadora, entendida esta en un sentido amplio que incluyera tanto el número de empresas que exportan como la diversificación de productos y mercados de las exportaciones.

3 Algunas aproximaciones al análisis de la competitividad

Los indicadores de precios y costes relativos muestran un encarecimiento relativo de los bienes producidos internamente, que solo empieza a revertir a partir de 2010...

El análisis estándar de la competitividad se suele basar en la comparación internacional de indicadores agregados de precios y costes, que muestran la relación a la que se pueden intercambiar los bienes y servicios de un país por los de otros⁴. Estos indicadores son fácilmente computables y están disponibles con una alta frecuencia para la mayoría de países, lo que los hace especialmente atractivos para el seguimiento de la coyuntura y el diagnóstico de elementos cruciales en la discusión de desequilibrios macroeconómicos, principalmente del déficit de la balanza por cuenta corriente. A partir de ellos, se pueden incorporar al análisis otros factores que no son tan susceptibles de medición en períodos cortos de tiempo. La evolución reciente de estos indicadores para España muestra que a partir de 2010 se empieza a corregir ligeramente el encarecimiento de los productos nacionales registrado desde mediados de los noventa. Por lo que respecta a los CLU, la corrección ha sido más rápida y en el conjunto de la economía a finales de 2011 eran, en términos

4 Por lo que respecta a la medición del tipo de cambio real, resultan relevantes la selección de países con los que se realiza la comparación y el peso relativo de cada uno de ellos, así como la heterogeneidad de productos exportados, según se incluyan o no las exportaciones de servicios. Véanse T. Bayoumi, H. Faruqee y J. Lee (2005), *A Fair Exchange? Theory and Practice of Calculating Equilibrium Exchange Rates*, IMF Working Papers 05/229, y H. Z. Bennett y Z. Zarnic (2008), *International Competitiveness of the Mediterranean Quartet: A Heterogeneous-Product Approach*, IMF Working Papers 08/240.

CALCULADO CON PRECIOS DE CONSUMO



CALCULADO CON DEFLACTOR DEL PIB



CALCULADO CON CLU



CALCULADO CON CLU MANUFACTURAS



FUENTE: Banco Central Europeo.

a La competitividad se mide frente al resto de países de la zona del euro y frente a un grupo amplio de 20 países, compuesto por Australia, Canadá, China, Dinamarca, Hong-Kong, Japón, Noruega, Singapur, Corea del Sur, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos, República Checa, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Bulgaria y Rumanía. Las subidas (bajadas) del índice indican pérdidas (ganancias) de competitividad.

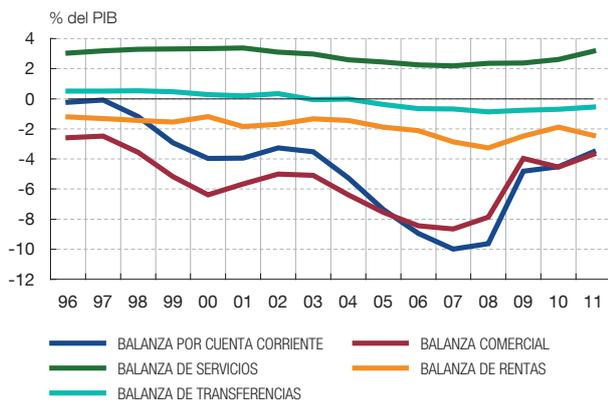
relativos frente al grupo de países de referencia, solo un 1,7% más elevados que en el primer trimestre de 1999, si bien en el sector de manufacturas todavía se mantenían un 12,3% por encima de los niveles de dicha fecha (véase gráfico 2.1).

... lo que resulta coherente con los déficits registrados en la balanza por cuenta corriente

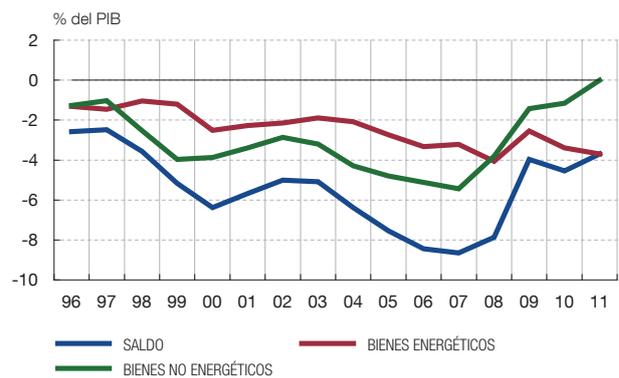
El saldo de la balanza por cuenta corriente comenzó a deteriorarse en 1997 y su déficit llegó a alcanzar el 9,4% del PIB en 2007-2008. Este empeoramiento se debió, fundamentalmente, al comportamiento de la balanza comercial y, dentro de esta y en una primera etapa, al componente de bienes no energéticos, si bien desde 2007 su saldo deficitario se ha corregido hasta desaparecer en 2011, mientras que el saldo comercial de bienes energéticos también empeoró a partir de 2005 y desde entonces se mantiene en alrededor del 4% del PIB (con la excepción de 2009). El superávit de la balanza de servicios fue en 2011 de alrededor del 3% del PIB, 1 pp más elevado que el déficit de la balanza de rentas (véase gráfico 2.2). La competitividad en el sector servicios tiene una importancia creciente para el conjunto de la economía, como lo reflejan las mejoras registradas recientemente en el saldo de la balanza de los intercambios comerciales de este sector⁵.

5 Desgraciadamente, la escasez de la información disponible impide un tratamiento profundo del tema, por lo que no se aborda explícitamente en este capítulo.

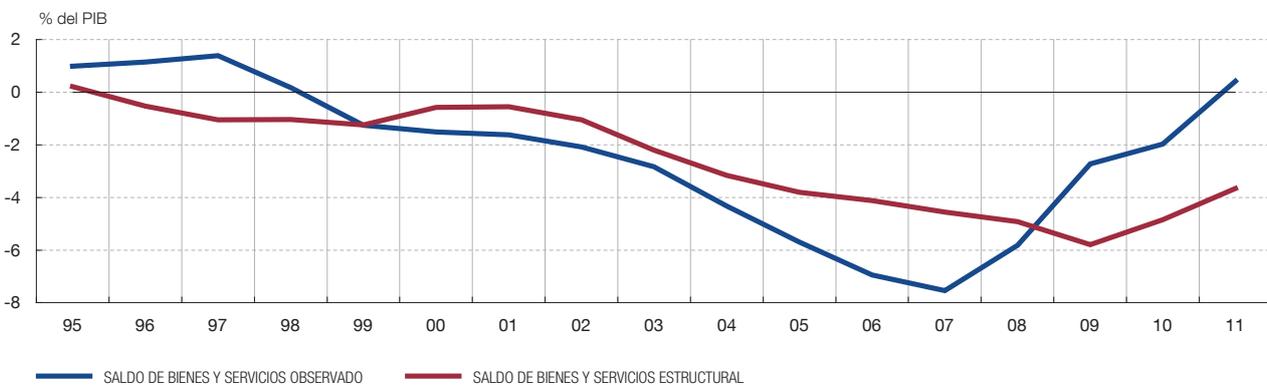
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y SUS COMPONENTES



BALANZA COMERCIAL



SALDO DE BIENES Y SERVICIOS (a)



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

a Datos reales año 2008.

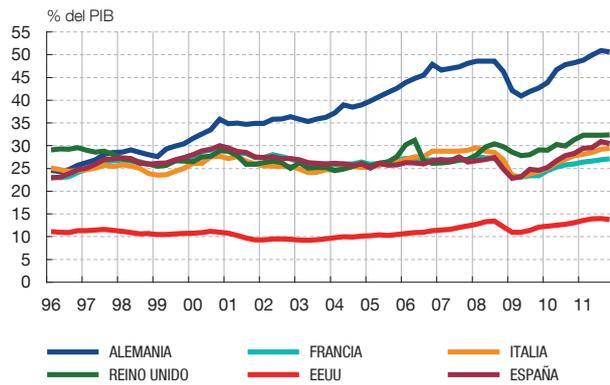
Así, durante la crisis se ha producido una rápida reducción de este déficit, hasta el 3,5 % en 2011, siguiendo un patrón de ajuste similar al observado en otros países. La evidencia internacional⁶ muestra que desde 2008 los déficits externos han disminuido más en aquellos países que previamente habían registrado déficits más elevados con relación a su potencial de crecimiento. También se confirma que es la disminución de la demanda interna de dichos países, más que depreciaciones de su tipo de cambio real, lo que explica tal reducción. Eso es lo que ha pasado en España e indica que la corrección realizada hasta ahora del desequilibrio externo tiene un importante componente cíclico, por lo que debe considerarse todavía como insuficiente. De hecho, las estimaciones disponibles del componente estructural del déficit de la balanza por cuenta corriente en España muestran que la corrección desde 2009, año en el que alcanzó su máximo, ha sido hasta ahora modesta (véase gráfico 2.2).

Las cuotas de exportación españolas en el total mundial se han mantenido relativamente constantes, aunque su composición refleja algunas vulnerabilidades...

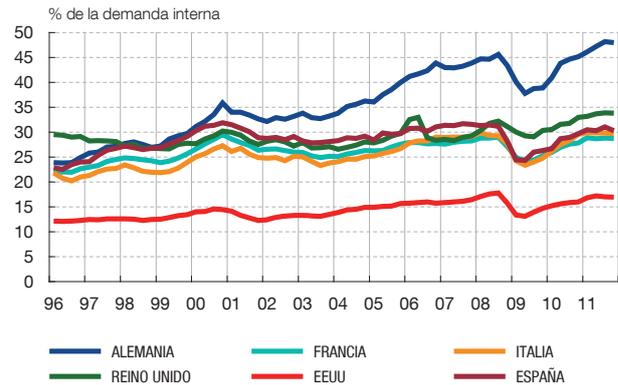
Durante este período, la ratio de exportaciones sobre PIB ha mostrado una tendencia creciente, si bien se ha desacelerado durante el último trimestre de 2011 como consecuencia de la caída de la demanda en el conjunto de la UE. El peso de las importaciones en la demanda interna también ha crecido significativamente, de manera que las dos ratios que habitualmente se utilizan para medir la apertura comercial han alcanzado en los últimos

6 Véase P. R. Lane y G. M. Milesi-Ferretti (2011), *External Adjustment and the Global Crisis*, NBER, working paper 17352.

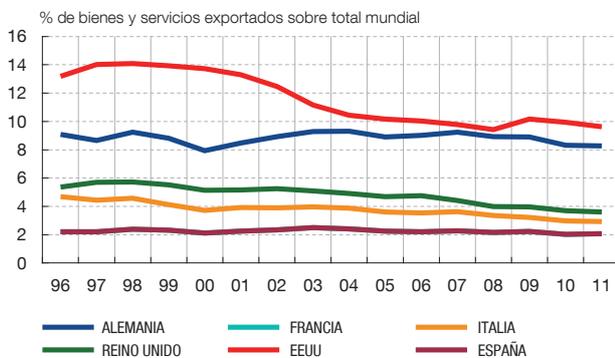
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



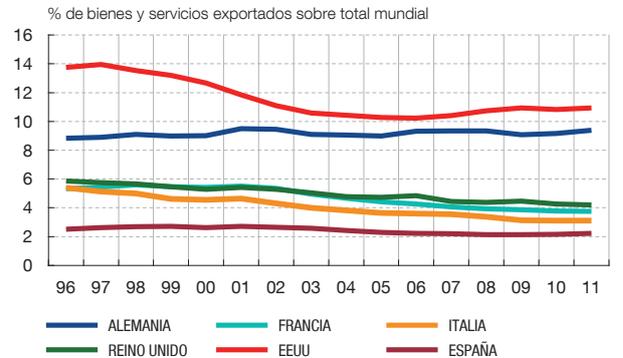
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



CUOTAS DE EXPORTACIÓN NOMINALES (b)



CUOTAS DE EXPORTACIÓN REALES (b)



FUENTES: Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a Datos trimestrales ajustados de estacionalidad.
- b Datos anuales.

años valores semejantes a los de Francia, Italia o Reino Unido, aunque todavía inferiores a los de Alemania. La mayor presencia de empresas españolas en los mercados internacionales ha permitido mantener su cuota en el comercio mundial, tanto en términos reales como nominales, a pesar de la fulgurante aparición en estos mercados de China y otros países emergentes. Pero el nivel es inferior a los de otros países de nuestro entorno, como Alemania, Francia, Italia o Reino Unido, incluso tras ajustar por el tamaño diferente de estas economías (véase gráfico 2.3).

La especialización sectorial de las exportaciones españolas muestra, en primer lugar, una elevada participación de productos de tecnología baja, por lo que resultan especialmente sensibles a las presiones de los competidores de bajo coste, y, en segundo lugar, una excesiva dependencia del sector del automóvil, que representa en torno al 20 % del total de las mismas. La composición geográfica también revela vulnerabilidades, al estar muy concentradas en los mercados europeos y tener una reducida presencia en los mercados emergentes, que tienen un mayor potencial de crecimiento.

... al tiempo que la penetración de importaciones en el mercado

El análisis de la competitividad resultaría incompleto si no contemplara también la capacidad de las empresas españolas para hacer frente a la competencia de las empresas extranjeras en el mercado interno, especialmente tras la progresiva internacionalización

interno ha seguido aumentado hasta muy recientemente

de las economías emergentes, cuyos productos han ganado cuotas de mercado en los países industrializados de forma creciente durante la última década (en especial, en bienes de consumo, por sus menores precios, y en bienes intermedios no energéticos, por la fragmentación internacional de los procesos productivos). En España, el aumento del grado de penetración de las importaciones en la demanda final fue, hasta mediados de la pasada década, más intenso que en las principales economías de la zona de la zona euro, si bien se ha moderado recientemente por la crisis económica.

Las importaciones de bienes y servicios muestran también una elevada sensibilidad a la posición cíclica de la economía española (la elasticidad-renta de las importaciones es de alrededor de 2, frente a un 1,5 en Alemania, Francia e Italia), que se debe fundamentalmente a la elevada dependencia de bienes y servicios de alto valor añadido y de tecnología importada, como principal vía de incorporación de los últimos avances técnicos, y de *inputs* intermedios energéticos. Las tablas *input-output* de la economía española ilustran el alto contenido importador (en productos finales y en consumos intermedios) de la inversión en equipo y de las exportaciones de bienes, seguidas del consumo privado y de la inversión en construcción. Resulta especialmente relevante el peso de los *inputs* intermedios importados, significativamente superior al que alcanza en las principales economías de la zona del euro, incluso si se excluye la incidencia de las ramas energéticas. Detrás de este rasgo se encuentra la mayor propensión a importar de las ramas industriales de contenido tecnológico alto y medio-alto en España, y no tanto la existencia de diferencias en la estructura productiva, ni el hecho de que la economía española sea de un tamaño menor, lo que podría justificar un mayor grado de apertura al exterior. Como consecuencia, el efecto arrastre de los aumentos de la demanda final sobre el resto de ramas productivas nacionales es relativamente bajo⁷.

Finalmente, los *rankings* internacionales de competitividad sitúan a la economía española en posiciones bajas en relación con otros países de la UEM

Otros enfoques más amplios del concepto de competitividad pretenden abarcar los principales factores que determinan la capacidad de un país para proporcionar a sus ciudadanos elevados niveles de bienestar. Desde esta visión, un tanto genérica, la competitividad depende de la eficacia con la que un país utiliza sus recursos disponibles y en ella influiría, por tanto, un conjunto amplio de factores institucionales relacionados con el funcionamiento global del sistema económico y, en última instancia, con la productividad de la economía. En concreto, se suelen utilizar índices de competitividad que combinan un elevado número de indicadores, tanto obtenidos a partir de datos objetivos como de valoraciones subjetivas de dichos factores institucionales. Uno de los más utilizados dentro de esta clase es el construido por el *World Economic Forum*, que en su informe más reciente, referido a 2011-2012, sitúa a España en la posición 36, resultante de una buena valoración de las infraestructuras, compensada por una evaluación menos positiva de la calidad institucional y una muy negativa de la eficiencia del mercado de trabajo.

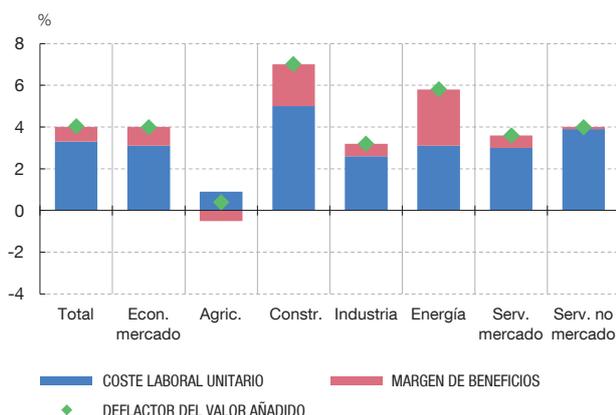
4 El comportamiento de la competitividad de la economía española

En 2010 se inicia una corrección de precios y costes relativos

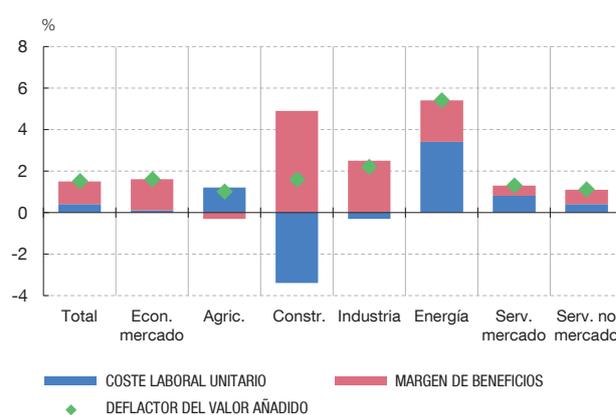
En 2010 se inicia una ligera corrección de los costes y de los precios de los bienes y servicios nacionales en relación con los del resto del mundo, que se debe a las menores tasas de crecimiento de los CLU, que, en el conjunto de la economía, avanzaron a una tasa anual media del 3,3% durante el período 2002-2007, y del 0,4% en los últimos cuatro años, mientras que el crecimiento del margen de beneficios, obtenido como la diferencia entre la tasa de crecimiento del deflactor del valor añadido y de los CLU, fue, respectivamente, del 1,1% y del 1,5% (véase gráfico 2.4). El crecimiento de los CLU durante el período 2002-2007 se debió fundamentalmente a un crecimiento de los salarios superior al de la

⁷ Véase A. Cabrero y M. Tiana (2012), «El contenido importador de las ramas de actividad en España», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.

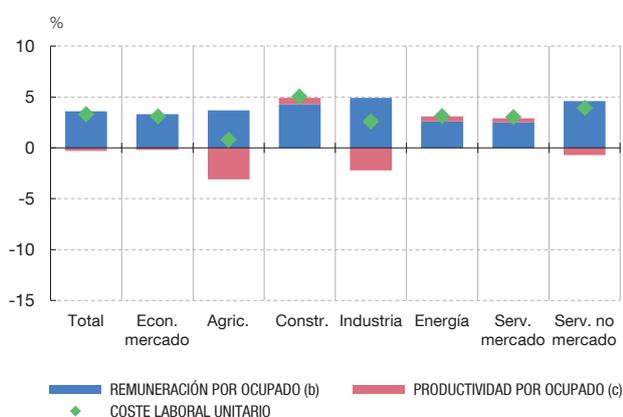
COMPOSICIÓN DE LOS DEFLACTORES DEL VALOR AÑADIDO (2002-2007)



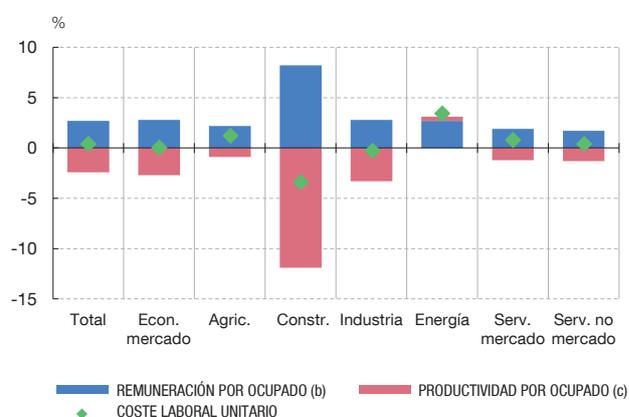
COMPOSICIÓN DE LOS DEFLACTORES DEL VALOR AÑADIDO (2008-2011)



COMPOSICIÓN DE LOS COSTES LABORALES UNITARIOS (2002-2007)



COMPOSICIÓN DE LOS COSTES LABORALES UNITARIOS (2008-2011)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación, promedio anual.
 b Se aproxima por la remuneración por asalariado.
 c Se refiere a la variación media de la productividad cambiada de signo.

productividad en las empresas de tamaño pequeño y mediano y en un segmento amplio de empresas con crecimientos de productividad de valores intermedios, mientras que las empresas que experimentaron un mayor crecimiento de la productividad mantuvieron sus CLU aproximadamente constantes, lo que constituye unas distribuciones de crecimientos de salarios y de productividad por empresas significativamente diferente a las de Alemania, Francia e Italia (véanse cuadro 2.3 y gráfico 2.5).

La moderación en el crecimiento de los precios a partir de 2010 se produce como resultado de pautas de comportamiento diferentes entre los principales sectores de la economía, con incrementos más elevados de los deflatores del valor añadido en los sectores energético e industrial que en el resto, y con menores aumentos de los CLU en los sectores de la construcción y de la industria, donde han llegado a registrarse tasas de crecimiento negativas. No obstante, el menor crecimiento agregado de los CLU no se debe tanto a la moderación de los costes laborales como a un repunte del crecimiento de la productividad, derivado de la intensa destrucción de empleo. Esta se ha traducido en un aumento de la productividad media, no tanto por una mayor eficiencia productiva en las empresas supervivientes como por la desaparición de las de menor productividad.

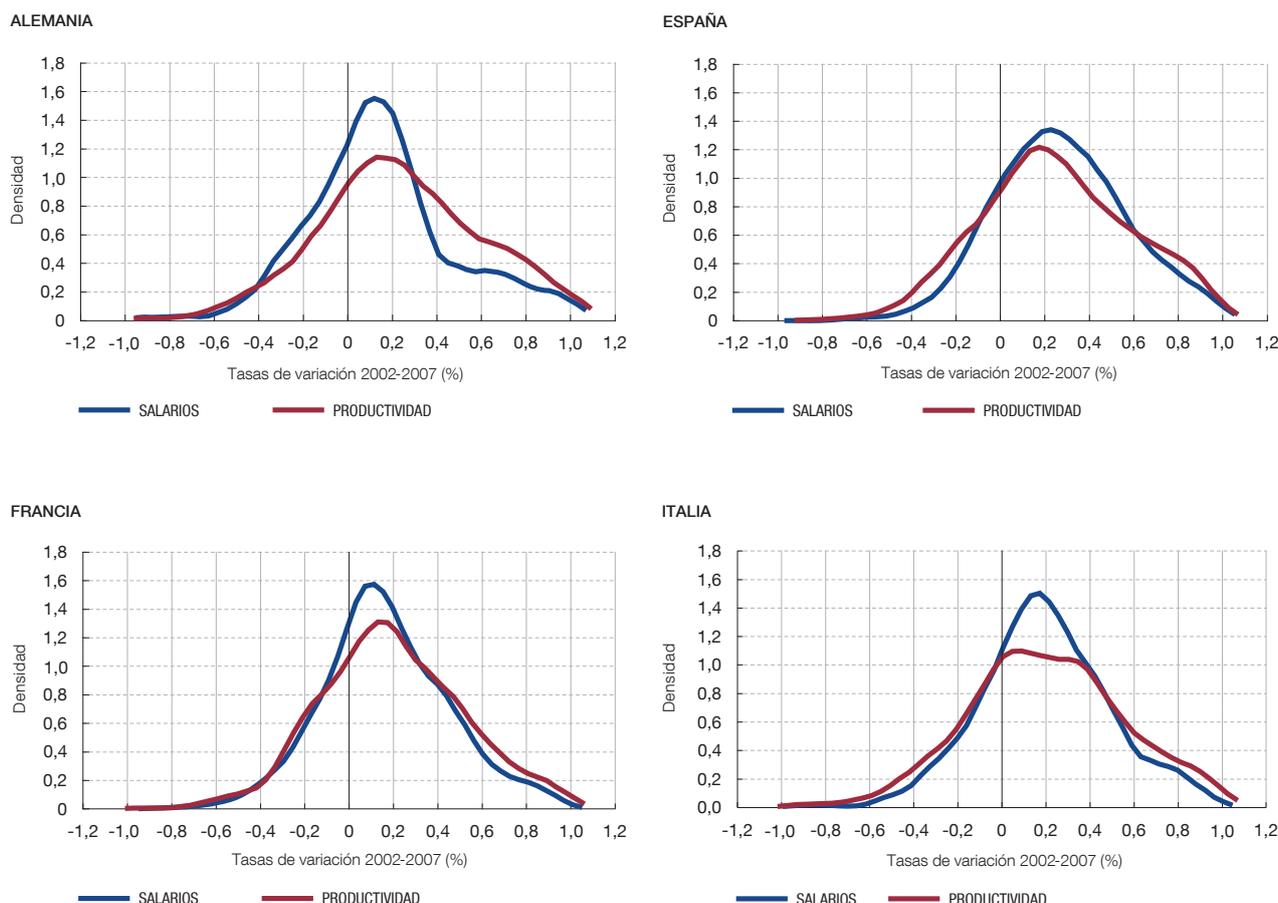
Cambios en salarios y productividad nominal, tasas anuales (media del período, %)

	Francia		Alemania		Italia		España	
	Salarios	Productividad	Salarios	Productividad	Salarios	Productividad	Salarios	Productividad
TOTAL	3,3	3,8	2,4	4,0	3,8	3,9	5,3	4,9
1 a 50 trabajadores	3,4	3,8	4,5	4,9	3,8	3,8	5,4	4,8
51 a 250 trabajadores	3,9	3,1	0,0	2,4	4,3	4,6	5,1	5,6
Más de 250 trabajadores	2,3	3,5	2,8	4,7	4,7	5,7	4,0	5,3

FUENTE: Banco de España.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE DENSIDADES DE VARIACIÓN DE PRODUCTIVIDAD Y SALARIOS (a)

GRÁFICO 2.5

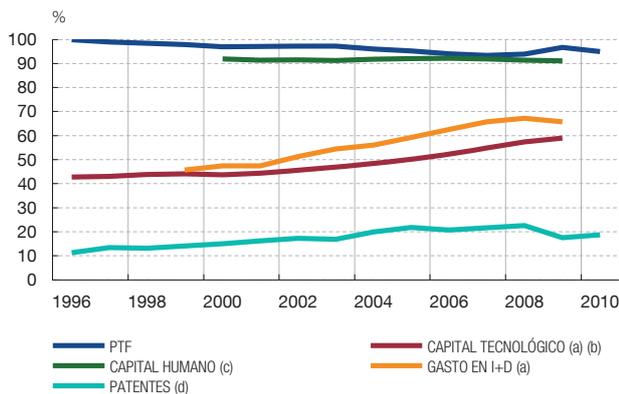
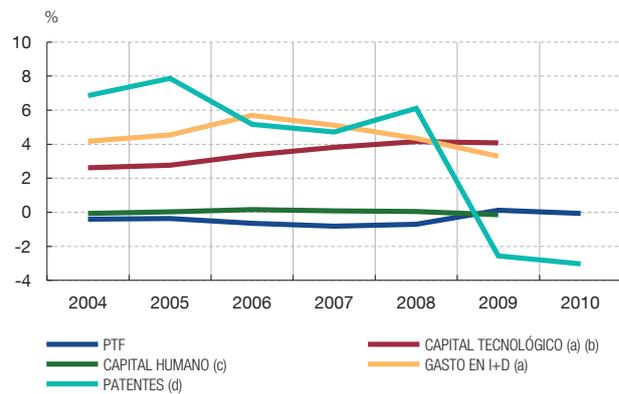


FUENTE: EFIGE.

a Dichas distribuciones se han aproximado estimando la función de densidad de Kernel de cada variable mediante la función Epanechnikov.

Otros determinantes de la competitividad tampoco indican que se hayan producido ganancias significativas por otras vías

Aparte de precios y costes relativos, la competitividad depende de otros factores relacionados con la calidad de los productos, tales como ventajas tecnológicas, eficiencia de los procesos de producción y de las redes de distribución, servicios postventa, etc., que se traducen en que la valoración de los consumidores de los productos de un determinado país o empresa sea más o menos positiva. De esta manera, es posible que un aumento de los precios de los bienes nacionales no implique necesariamente un deterioro de la competitividad si al mismo tiempo ha tenido lugar un aumento la calidad de dichos productos. Existen propuestas de índices de precios corregidos por calidad, pero la información necesaria para elaborarlos no siempre está disponible. En trabajos empíricos sobre

PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES, STOCKS DE CAPITAL Y OTROS
Índices de España en relación con la UEM (UEM = 100)PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES, STOCKS DE CAPITAL Y OTROS
Diferencial de las tasas de variación quinquenal anualizadas España - UEM

FUENTES: Eurostat, Ameco y Banco de España.

- a En relación con el PIB.
 b Calculado a partir de la acumulación en gasto en I+D según la metodología del inventario permanente.
 c Es el stock de capital humano corregido de calidad utilizando los resultados del Informe PISA.
 d Son las patentes solicitadas por residentes por cada millón de habitantes.

esta cuestión, se utiliza información, muy detallada por productos, de índices de precios y del saldo de la balanza comercial de los mismos para inferir la posición relativa de cada país por lo que respecta a la calidad de sus exportaciones. La intuición que subyace a este tipo de ejercicios es que, a iguales precios de exportación, aquellos países cuyos productos tengan una mayor calidad deberían disfrutar también de un mayor superávit comercial en dichos productos. Los resultados que se obtienen para España indican que la calidad de sus productos de exportación ocupa una posición intermedia en el conjunto de los 43 países con mayores volúmenes de exportación y que dicha calidad habría disminuido en términos relativos durante el período 1989-2003⁸, mientras que en años más recientes no se detectan grandes cambios en la calidad de las exportaciones españolas, que seguiría situándose por debajo de la correspondiente a las exportaciones de los grandes países de la zona del euro⁹.

Dados los problemas empíricos para construir indicadores de precios ajustados por calidad, resulta más habitual complementar la información que ofrecen las comparaciones internacionales de precios y costes con información sobre la cualificación de los factores del país en cuestión y la eficiencia de su sistema productivo. *Caeteris paribus*, mejoras en estos indicadores serían indicativas de ganancias de calidad. Dentro de este enfoque, los indicadores más utilizados son la productividad total de los factores (PTF), el stock de capital tecnológico, la cualificación de la mano de obra, la inversión en I+D, y la producción de patentes. Ninguna de estas variables muestra mejoras significativas en el caso español. La evolución de la PTF en relación con el conjunto de la UEM muestra un ligero repunte en la etapa más reciente, que, sin embargo, no es suficiente para recuperar la disminución continua registrada durante el período 1996-2007. La tendencia decreciente en el capital humano relativo no parece haberse detenido, mientras que los avances en I+D y en acumulación de capital tecnológico observados hasta 2007 no han continuado en los años más recientes (véase gráfico 2.6).

8 Véase J. C. Hallak y P. K. Schott (2011), «Estimating Cross-Country Differences in Product Quality», *The Quarterly Journal of Economics*, 126, pp. 417-474.

9 Véase E. Gordo y P. Tello (2011), «Diversificación, precios y calidad de las exportaciones españolas: una comparación a nivel europeo», *Cuadernos Económicos de ICE*, 82, pp. 31-62.

La reasignación eficiente de recursos entre sectores y entre empresas dentro de cada sector es un factor importante también para ganar competitividad...

La productividad y, por tanto, la capacidad exportadora de un país dependen no solo de cuál sea la eficiencia productiva media en el conjunto de la economía, sino también de cómo se distribuyen los recursos productivos entre sectores y entre empresas de un mismo sector¹⁰. Por ejemplo, si como consecuencia de determinadas distorsiones en los mercados de factores (capital y trabajo) existen ciertas actividades o empresas que pueden acceder a esos recursos en condiciones más favorables, serán estos sectores y empresas los que alcancen un mayor peso dentro de la economía, aun cuando su productividad sea menor. Y puesto que existen instituciones y medidas de política económica que pueden generar tales distorsiones, la mejora de la productividad no solo requiere incorporar avances tecnológicos o mejorar la cualificación profesional de los trabajadores y aumentar el *stock* de capital productivo, lo cual, además, tarda tiempo en lograrse, sino que también resulta imprescindible promover una asignación eficiente de recursos mediante la eliminación de estas distorsiones. Resultados empíricos muestran que las ganancias de productividad que pueden alcanzarse mediante una asignación eficiente de recursos son bastantes notorias, llegando a ser del orden del 50 % en la industria manufacturera de países emergentes¹¹. En el caso de España, la asignación no eficiente de los recursos entre 2002 y 2007 podría haber ocasionado pérdidas de competitividad, medidas en términos de la evolución de los CLU relativos, del orden del 10 % con respecto a Alemania¹². Cálculos similares sugieren que, si en la industria manufacturera española se alcanzaran participaciones del trabajo en la producción con distribuciones sectoriales y por tamaño de empresa similares a las de Alemania, la productividad podría aumentar significativamente, resultado que responde, fundamentalmente, a una insuficiencia relativa de capital en las pequeñas empresas españolas y, sobre todo, a una menor elasticidad del producto con respecto al trabajo en las grandes.

... sobre todo si el volumen de exportaciones viene determinado por un grupo reducido de empresas, que es el de las de mayor productividad

Los desarrollos más recientes prestan cada vez mayor atención al análisis de las características de las empresas exportadoras y a su papel en la evolución de la competitividad a nivel agregado y en las transacciones comerciales de un país (véase recuadro 2.1). Existe abundante evidencia empírica que apoya la idea de que la evolución de los indicadores agregados de competitividad depende estrechamente de la composición empresarial, y en particular del comportamiento del subgrupo de empresas de mayor productividad. Las empresas exportadoras suelen ser un porcentaje pequeño y no aleatorio de empresas pertenecientes a un mismo sector, que, en general, coinciden con las de mayor tamaño, tienen niveles de productividad más elevados y son más innovadoras. Estos trabajos tienden a encontrar también que la dirección de la causalidad parece ir fundamentalmente desde la productividad hacia la propensión exportadora, y no tanto al contrario¹³.

Los resultados de esta nueva rama de la literatura apuntan dos consecuencias importantes. En primer lugar, los indicadores agregados pueden proporcionar una imagen incompleta de la situación, por lo que resulta fundamental identificar las características del tejido empresarial de cada país que condicionan la propensión a exportar (*margen extensivo*) y la proporción de la producción que es exportada (*margen intensivo*). En segundo lugar, la confirmación de que la productividad genera capacidad exportadora refuerza la necesidad

10 Sobre las diferencias de productividad entre empresas y su dinámica en función de la demografía empresarial, véase P. López-García, S. Puente y Á. L. Gómez (2007), «Dinámica de la productividad en el ámbito empresarial en España», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.

11 Véase C. T. Hsieh y P. J. Klenow (2009), «Misallocation and Manufacturing TFP in China and India», *The Quarterly Journal of Economics*, CXXIV, 4, noviembre, pp. 1403-1448.

12 Véase A. Crespo, G. Pérez-Quirós y R. Segura (2011), «Indicadores de competitividad: la importancia de la asignación eficiente de los recursos», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

13 Véanse A. B. Bernard, J. B. Jensen, S. J. Redding y P. K. Schott (2011), *The Empirics of Firm Heterogeneity and International Trade*, CEP Discussion Papers, 1084, y P. Antràs, R. Segura-Cayuela y D. Rodríguez-Rodríguez (2010), *Firms in international trade, with an application to Spain*, mimeo.

Los índices de precios o costes relativos entre países habitualmente utilizados en el análisis de la competitividad se justifican por la observación de que existe una relación inversa entre el precio relativo de un bien y la cuota de mercado del país o empresa que lo produce. Sin embargo, para que esta relación se mantenga para el conjunto de las exportaciones es necesario que se cumplan algunas condiciones que tienen que ver con los determinantes del comercio internacional y con el tipo de tecnología y estructura de mercados. En concreto, tal resultado requiere que el comercio internacional se genere por ventajas comparativas tecnológicas o por la abundancia relativa de factores de producción y que las empresas produzcan bienes homogéneos bajo rendimientos constantes a escala y los comercialicen en mercados perfectamente competitivos¹.

Avances posteriores han relajado algunos de estos supuestos y analizado sus consecuencias para la medición de la competitividad. Primero se desarrollaron modelos con competencia imperfecta, rendimientos crecientes a escala, y productos diferenciados, ingredientes que permitían que la noción de empresa tuviese sentido, que una industria y su tamaño estuviesen bien definidos, y que dos países similares comerciasen entre sí². En este nuevo marco teórico, la agregación de relaciones microeconómicas exige tener en cuenta las diferentes elasticidades de cada producto, así como suponer que los márgenes empresariales son constantes para que la relación entre costes y demanda relativos se siga manteniendo. Por estas razones se acostumbra a complementar la información a nivel agregado con información sectorial. En cualquier caso, este nuevo enfoque lleva a dos predicciones importantes. En primer lugar, en relación con la propensión exportadora de un país, solo existen «soluciones de esquina», es decir, o bien todas las empresas exportan, o ninguna lo hace. En segundo lugar, una liberalización comercial afectaría de forma similar a todas las empresas. Sin embargo, en los últimos años la disponibilidad de más y mejores bases de datos ha permitido apreciar que, incluso dentro de un sector, la heterogeneidad empresarial es muy elevada, principalmente por lo que respecta al tamaño y a la productividad, que tan solo un porcentaje de las empresas exporta, y que esta minoría es muy diferente del resto, ya que está compuesta por empresas mucho mayores y productivas, incluso antes de empezar a exportar.

Estas observaciones empíricas han servido para el desarrollo de la «nueva» teoría del comercio internacional, que destaca la importancia de la heterogeneidad empresarial, fundamentalmente en

relación con el tamaño y la productividad, y de la presencia de costes fijos de exportación³. Estos dos ingredientes son la base de un efecto selección en las exportaciones por el cual solo las empresas más productivas exportan y permiten explicar cómo una liberalización comercial, a través de la reasignación de recursos hacia las empresas más eficientes de un sector y la expulsión de las menos productivas, producen ganancias de productividad. Adicionalmente, estudios recientes muestran que para determinadas distribuciones del tamaño empresarial, que se observan de manera regular en la mayoría de sectores y países, la evolución de las exportaciones de un país se explica principalmente por el comportamiento de las exportaciones de las empresas más grandes⁴. Así, si la productividad o los costes de estas empresas se comportan de manera diferente a las del resto de su sector, los índices agregados de precios y costes no captan adecuadamente la variación en la posición competitiva de un país. Adicionalmente, la agregación sectorial en presencia de rendimientos crecientes a escala y bienes diferenciados también plantea dificultades que llevan, entre otras cosas, a que la media sectorial no represente adecuadamente la posición competitiva de ese sector⁵.

Como prueba de la importancia de la heterogeneidad empresarial a la hora de entender las relaciones agregadas, otros estudios muestran que se pueden generar desviaciones persistentes de la paridad de poder de compra (PPC) a través de la entrada y la salida de empresas con productividad distinta a la de las ya establecidas⁶, y que con márgenes empresariales variables, entre empresas y a lo largo del ciclo económico, hechos ampliamente contrastados en los datos, se pueden explicar los patrones descritos anteriormente⁷. En concreto, el tamaño de un país, su estructura de competencia, la existencia de barreras geográficas y la integración comercial resultan ser determinantes de los márgenes empresariales, por lo que no existe una relación lineal entre costes y precios. En esta situación, por ejemplo, una liberalización del comercio internacional no necesariamente eliminaría la diferencia de márgenes empresariales entre países. En consecuencia, la agregación de costes y precios para construir los correspondientes indicadores de competitividad resulta ser compleja.

1 Véase R. Dornbusch, S. Fischer y P. A. Samuelson (1979), «Comparative Advantage, Trade, and Payments in a Ricardian Model with a Continuum of Goods», *American Economic Review*, vol. 67 (5), pp 823-839.

2 Véase P. Krugman (1979), «Increasing returns, monopolistic competition, and international trade», *Journal of International Economics*, vol. 9 (4), pp. 469-479, noviembre.

3 Véase M. J. Melitz (2003), «The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity», *Econometrica*, vol. 71 (6), pp. 1695-1725, noviembre.

4 Véase J. di Giovanni y A. Levchenko (2009), *International Trade and Aggregate Fluctuations in Granular Economies*, working paper 585, Research Seminar in International Economics, University of Michigan.

5 Véase C. Altomonte, G. Barba Navaretti, F. di Mauro. y G. Ottaviano (2011), *Assessing competitiveness: how firm-level data can help*, Bruegel policy contribution 2011/16.

6 Véase F. Ghironi y M. J. Melitz (2005), «International Trade and Macroeconomic Dynamics with Heterogeneous Firms», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 120 (3), pp. 865-915, agosto.

7 Véase M. J. Melitz y G. I. P. Ottaviano (2008), «Market Size, Trade, and Productivity», *Review of Economic Studies*, vol. 75 (1), pp. 295-316.

de priorizar las medidas de fomento de la productividad y de reasignación de recursos en el diseño de las políticas de fomento de la competitividad.

5 La competitividad desde una perspectiva microeconómica empresarial

La internacionalización de las empresas españolas se ha intensificado en las últimas décadas...

... aunque no ha sido un fenómeno generalizado, y las empresas exportadoras españolas continúan representando una parte minoritaria del total

Las empresas exportadoras son más grandes y más productivas que las no exportadoras, y en una mayor proporción pertenecen a grupos multinacionales y tienen acceso a más fuentes de financiación...

El número de empresas exportadoras de bienes ascendía a 122.987 en 2011, un 40 % más elevado que a comienzos de la pasada década, y a unas 35.000 el de empresas exportadoras de servicios no turísticos en 2007, un 50 % superior al inicio de la década¹⁴. Otras vías de participación en los mercados internacionales, como la externalización de algunas fases del proceso productivo, ya sea con acuerdos con terceras empresas localizadas en el exterior o manteniendo el control dentro de la misma empresa, o de la totalidad de la producción (inversión exterior directa —IED— horizontal), también han experimentado un aumento significativo, con alrededor de 17.000 empresas residentes que realizaron operaciones de IED durante el período 2003-2011. Estas actividades afectan a los flujos comerciales, exportaciones e importaciones, de varias maneras. Por ejemplo, la localización en el exterior de fases iniciales o intermedias del proceso productivo conlleva generalmente un aumento tanto de las exportaciones como de las importaciones. Sin embargo, cuando se localiza todo el proceso productivo en el exterior y se utiliza otro país como plataforma directa de exportación, las exportaciones disminuyen.

En España, las empresas exportadoras representan un porcentaje minoritario del total: en el período 2001-2011 un 12 % de las empresas españolas exportó bienes y, por lo que respecta a las exportaciones de servicios no turísticos, este porcentaje fue del 9 %. En otros países el porcentaje de empresas exportadoras es también bajo, si bien la proporción de empresas manufactureras españolas que exportan sigue siendo inferior a la de otros países con un nivel de desarrollo similar¹⁵. También hay un elevado grado de concentración del total exportado en un número reducido de empresas: en 2011, el 1 % de los exportadores de bienes con mayor volumen de exportaciones realizó en torno al 67 % de todas las exportaciones, mientras que el porcentaje correspondiente al 10 % de las empresas que más exportan es del 93 %.

Las empresas exportadoras españolas son generalmente de tamaño elevado, presentan un nivel de productividad superior a la media y tienen una mayor cualificación de la mano de obra e intensidad tecnológica (véase cuadro 2.4), lo que también ocurre en otros países. La información detallada disponible sobre las actividades de internacionalización de un grupo representativo de empresas europeas manufactureras¹⁶ permite observar que la productividad y la propensión exportadora aumentan con el tamaño de la empresa, existiendo una brecha muy amplia entre las empresas de menor tamaño (10-19 trabajadores) y las empresas más grandes (más de 249 trabajadores)¹⁷. También se observa que empresas

14 Según datos del Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Tributaria y de la Balanza de Pagos del Banco de España, respectivamente. Se usan indistintamente las expresiones «otros servicios» y «servicios no turísticos». En todo caso, se entiende siempre excluido el turismo, así como los servicios financieros, seguros y gubernamentales.

15 El porcentaje de empresas manufactureras con más de 10 trabajadores que exportaron en 2008 representaba, según la base de datos *EFIGE*, el 61,1 % del total de empresas en España, frente al 64,4 % de Alemania, al 57,9 % de Francia y al 77,2 % de Italia. Véase G. Barba-Navaretti, M. Bugameli, F. Schivardi, C. Altomonte, D. Horgos y D. Maggioni (2011), *The global operations of European Firms. The second EFIGE policy report*, Bruegel Blueprint series.

16 Esta información proviene del proyecto «European Firms in a Global Economy: internal policies for external competitiveness», cuya descripción está disponible en www.efige.org.

17 Existen, no obstante, diferencias agregadas importantes entre países en el tamaño y en la productividad por trabajador. Así, por ejemplo, en 2008 el tamaño medio de las empresas españolas de la muestra fue de 49 empleados, frente a los 77 empleados en el caso de Alemania, 79 en el de Francia y 42 en el de Italia. Por lo que se refiere a la productividad por trabajador, los valores normalizados eran de 102 en España, 156 en Alemania, 114 en Francia y 153 en Italia. Véase G. Barba-Navaretti, M. Bugameli, F. Schivardi, C. Altomonte, D. Horgos y D. Maggioni (2011), *The global operations of European Firms. The second EFIGE policy report*, Bruegel Blueprint series.

		Tamaño (b)	Cualificación mano de obra (c)	Ratio de temporalidad (d)	Ratio capital físico por trabajador (e)	Intensidad innovadora (f)	Ratio de endeudamiento (g)	Cotiza en bolsa (h)	Participación de capital extranjero (i)	IED en el exterior (j)	Productividad (VAB/empleo) (k)
Total	Exportadoras (l)	12,0	16,3	7,8	15,0	2,7	30,2	0,2	3,0	1,9	50,4
	No exportadoras	2,0	12,1	3,5	9,2	1,4	29,8	0,0	0,6	0,3	36,6
Bienes	Exportadoras (m)	14,0	15,6	8,3	17,3	2,8	30,0	0,2	2,8	1,9	50,8
	No exportadoras	2,0	13,4	3,5	9,2	1,4	29,9	0,0	0,7	0,4	37,4
Servicios no turísticos	Exportadoras (n)	10,0	20,6	6,2	10,2	2,9	31,6	0,3	4,5	3,0	56,9
	No exportadoras	2,0	12,2	4,0	9,5	2,3	29,7	0,0	0,7	0,4	39,3
Número total de empresas en la muestra		1.140.778	5.474	887.454	884.882	983	22.335	248	35.272	16.509	21.099
		% sobre el total	Grado de concentración de las exportaciones								
			TOP 1 %			TOP 5 %			TOP 10 %		
Empresas exportadoras de bienes y/o servicios no turísticos (l)		16,7	64,3			83,4			90,4		
Empresas exportadoras de bienes (m)		12,0	67,4			86,5			92,9		
Empresas exportadoras de servicios no turísticos (n)		8,6	74,5			91,3			95,9		

FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances y Registro Mercantil.

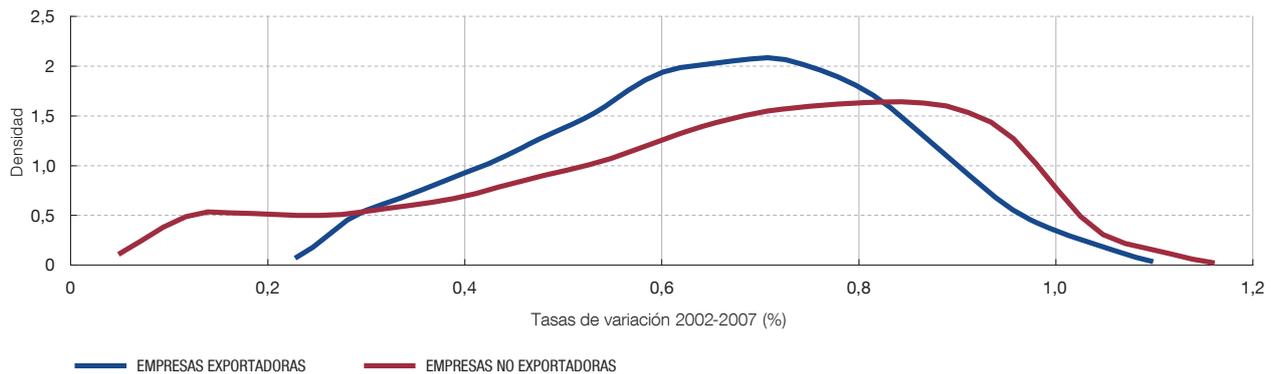
- a La base de datos consta de 6.085.857 observaciones relativas a 1.243.550 empresas.
b Se aproxima por el número de empleados.
c Calculado como el porcentaje que representan directores, gerentes de empresa, profesionales, técnicos y similares sobre el total de empleados.
d Calculado como el porcentaje que representa el empleo no fijo sobre el total de empleo. Se han excluido las empresas con empleo total igual a cero.
e Calculado como el cociente entre el inmovilizado material y el número de empleados.
f Calculado como el porcentaje que representan los gastos en I+D sobre el valor añadido bruto.
g Calculado como el porcentaje que representan los recursos ajenos con coste sobre el pasivo remunerado a precios corrientes.
h Calculado como el porcentaje de empresas que cotizan en bolsa. Se presenta la media muestral.
i Calculado como el porcentaje de empresas que están participadas por capital extranjero. Se presenta la media muestral.
j Calculado como el porcentaje de empresas que realizan transacciones de IED en el exterior durante el período 2003-2011. Se presenta la media muestral.
k Calculado como el cociente entre el valor añadido bruto y el número de empleados.
l Se trata de empresas exportadoras de bienes y/o servicios no turísticos.
m Se trata de empresas exportadoras de bienes, o bienes y servicios no turísticos.
n Se trata de empresas exportadoras de servicios no turísticos, o servicios no turísticos y bienes.

de tamaño similar de distintos países tienen niveles de productividad similares y que sus probabilidades de exportar y sus intensidades exportadoras no son muy diferentes.

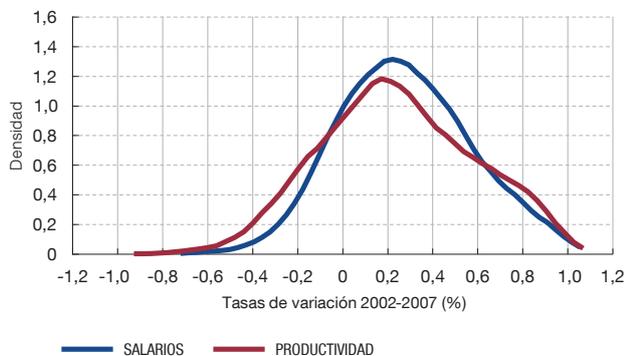
Dadas estas observaciones, y dado que en las empresas españolas más grandes los crecimientos de salarios han seguido más de cerca los incrementos de la productividad que en las empresas de menor tamaño, las empresas exportadoras españolas tienen CLU más bajos que las no exportadoras (véase gráfico 2.7). En consecuencia, estas empresas parecen tener una mayor capacidad para acomodar un *shock* de competitividad negativo, como, por ejemplo, una disminución de los precios de empresas extranjeras competidoras. Esto sugiere que un paso intermedio en el objetivo de ampliar la capacidad exportadora de la economía española sería elevar el tamaño medio de las empresas, que puede estar limitado por ciertos elementos de la regulación laboral y de la política de competencia.

Las empresas exportadoras tienen, asimismo, un acceso a fuentes de financiación más diversificadas (por ejemplo, cotizan en bolsa, realizan en mayor medida actividades de IED y están participadas por capital extranjero). Las ventajas que presentan estas empresas están ligadas, entre otras cosas, a la existencia de economías de escala en la producción,

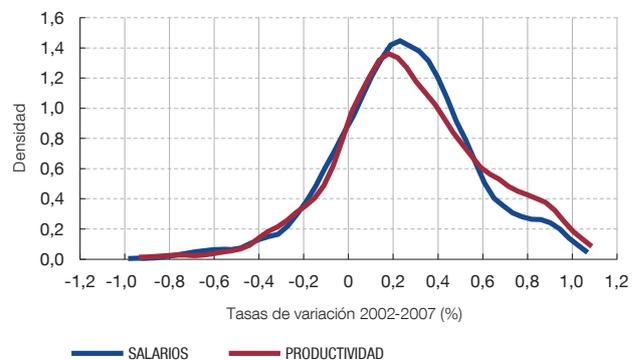
DISTRIBUCIÓN DE LOS CLU NOMINALES (b)



DISTRIBUCIÓN DE PRODUCTIVIDAD Y SALARIOS EN PEQUEÑAS EMPRESAS (c)



DISTRIBUCIÓN DE PRODUCTIVIDAD Y SALARIOS EN GRANDES EMPRESAS (d)



FUENTES: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos y Central de Balances, y EFIGE.

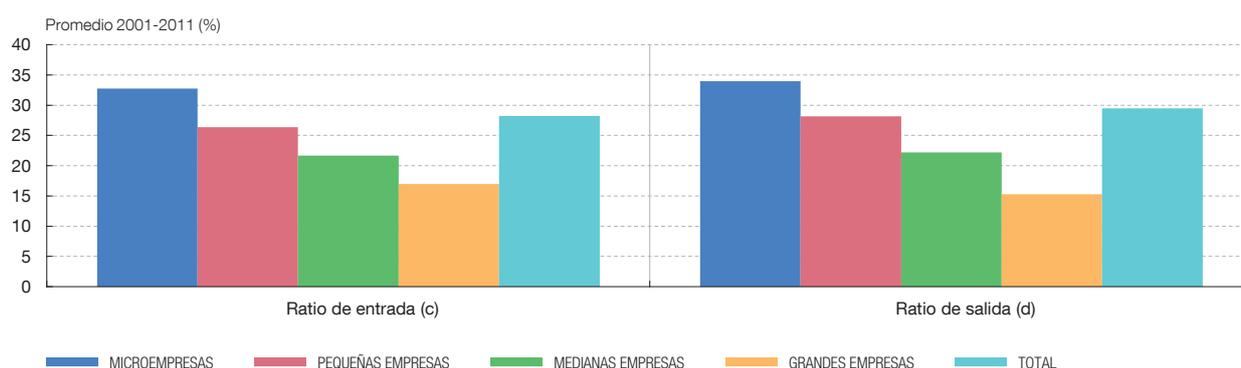
- Dichas distribuciones se han aproximado estimando la función de densidad de Kernel de cada variable mediante la función Epanechnikov, eliminando previamente de la muestra las empresas situadas por debajo del percentil 5 y por encima del percentil 95.
- Los CLU se definen como el cociente entre la remuneración por empleado y la productividad por empleado (definida como VAB entre número de empleados) en términos nominales.
- Se refiere a empresas de 50 o menos trabajadores.
- Se refiere a empresas con más de 50 trabajadores.

de ventajas organizativas e institucionales y de un mejor conocimiento de los mercados exteriores. Finalmente, la calidad de los factores productivos y la ausencia de restricciones financieras, a través del acceso a los mercados de capitales o de un nivel de endeudamiento limitado, tienden también a elevar la propensión a exportar, aunque, en general, en menor medida que las características anteriores. El hecho de que variables como el grado de internacionalización de la empresa, la realización de IED en el exterior o la participación de capital extranjero en la estructura de propiedad de la empresa tengan una elevada incidencia sobre la probabilidad de exportar indica que hay una cierta complementariedad entre actividad exportadora, IED y *outsourcing*¹⁸.

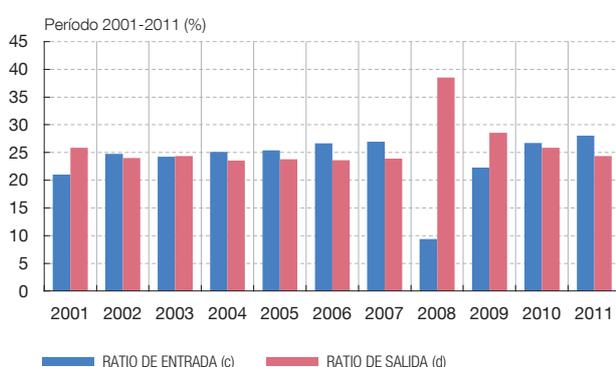
Por lo que se refiere a los patrones de diversificación geográfica, las empresas exportadoras venden en general a un número reducido de mercados, concentrados en las economías desarrolladas, sobre todo en el caso de las exportaciones de servicios no turísticos,

¹⁸ Véase C. Martín, A. Rodríguez-Caloca y P. Tello (2009), «Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

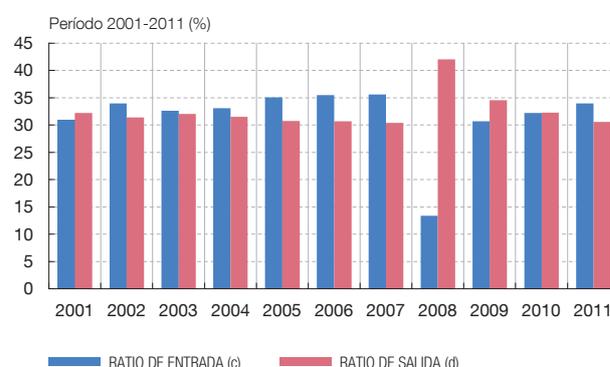
TOTAL (b)



BIENES (e)



SERVICIOS NO TURÍSTICOS (e)



FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances y Registro Mercantil.

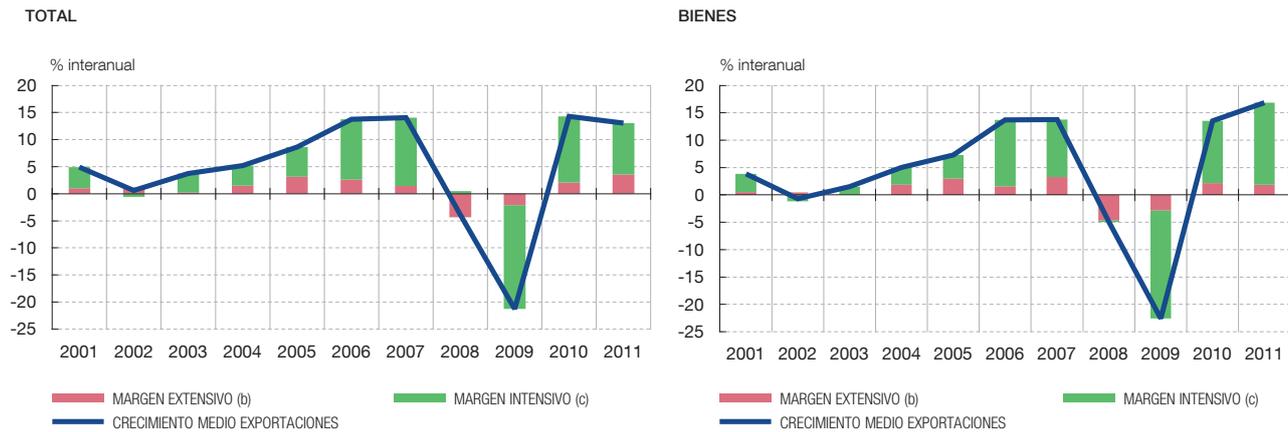
- a En el año 2008 se elevó el umbral de simplificación de declaración por transacción-país hasta 50.000 euros (desde 12.500 euros), lo que afecta a la comparabilidad con el período 2001-2007.
- b El tamaño de la empresa se aproxima según el número de empleados. De este modo, se clasifican como microempresas las que cuentan con menos de 10 empleados, como pequeñas empresas las que tienen entre 10 y 49 empleados, y como medianas y grandes empresas se clasifican, respectivamente, aquellas que cuentan entre 50 y 249 empleados y con 250 empleados o más. Para los años 2010 y 2011 se ha utilizado la información relativa al año 2009. Se han excluido las empresas de las cuales no se dispone información relativa al tamaño.
- c Calculado como el cociente (entre exportadoras) $\text{Empresas nuevas}_n / (\text{Empresas nuevas}_n + \text{Empresas existentes}_{n-1})$.
- d Calculado como el cociente (entre exportadoras) $\text{Empresas salientes}_n / (\text{Empresas salientes}_n + \text{Empresas existentes}_{n-1})$.
- e Calculado para el total muestral.

siendo las empresas de mayor tamaño, más eficientes y propensas a realizar actividades de innovación, con acceso a fuentes de financiación más diversificadas y de carácter multinacional, las que más diversifican sus exportaciones y las orientan hacia mercados emergentes y más dinámicos. El tamaño, la realización de IED en el exterior y la experiencia previa en otros países también están asociados a una mayor probabilidad de exportar a países en desarrollo frente a países desarrollados.

En consecuencia, las empresas exportadoras españolas más afectadas por el colapso del comercio mundial en 2008-2009 fueron las menos productivas, las que no realizaban IED en el exterior y las que tenían un menor acceso a fuentes de financiación alternativas y un mayor nivel de endeudamiento.

... y una parte significativa de las que exportan no siempre lo hace de forma sostenida en el tiempo

Un factor que contribuye a explicar el elevado grado de concentración de las exportaciones en unas pocas empresas es que las que inician su actividad exportadora muestran una baja permanencia en los mercados internacionales. En torno al 41 % de las empresas que comenzaron a exportar bienes en 2001 continuaban haciéndolo en 2002, y solo el 12 %



FUENTE: Banco de España, a partir de la estadística de Balanza de Pagos.

- a En el año 2008 se elevó el umbral de simplificación de declaración por transacción-país hasta 50.000 euros (desde 12.500 euros), lo que afecta a la comparabilidad con el período 2001-2007.
- b Se define el margen extensivo como la contribución al incremento (descenso) del valor exportado derivado de un aumento (retroceso) del número de países a los que una empresa exporta, o relaciones comerciales «empresa-país de destino».
- c Se define el margen intensivo como la contribución al incremento (descenso) del valor exportado derivado de un aumento (retroceso) de la cantidad exportada por cada empresa a cada país.

cinco años más tarde. Estas tasas de permanencia, referidas solo a las empresas exportadoras de servicios no turísticos, son, respectivamente, el 36 % después de un año y el 7,5 % después de cinco años (véase gráfico 2.8). Las empresas de menor tamaño son las que presentan mayores tasas de entrada y salida, condicionando, en términos generales, la variación neta del número de empresas exportadoras. Como resultado, la expansión de las exportaciones españolas, tanto de bienes como de servicios no turísticos, durante el período 2001-2011 se apoyó más en el *margen intensivo* que en el *extensivo* (véase gráfico 2.9), y las exportaciones hacia las economías emergentes son inferiores a lo que cabría esperar, según los modelos de gravedad tradicionales que tienen en cuenta la distancia geográfica¹⁹. Con el tiempo, las empresas que logran estabilizar su presencia en los mercados internacionales exportan una proporción mayor de sus ventas (*margen intensivo*) y dirigen sus productos a un mayor número de mercados (*margen extensivo*).

Elevar el potencial exportador de la economía española requerirá, por tanto, ampliar la base de empresas que exportan de forma estable, por lo que identificar las características que facilitan que una empresa afronte con éxito la penetración y la permanencia en mercados exteriores resulta de máximo interés para orientar otras medidas de política económica que deben complementar a las necesarias para promover las ganancias de competitividad que esta economía precisa para recuperar un ritmo de crecimiento vigoroso de manera sostenida (véase recuadro 2.2).

6 Políticas para favorecer la competitividad

Las medidas para favorecer la competitividad han de ir dirigidas fundamentalmente

Un funcionamiento eficiente de los mercados de bienes y servicios y de factores es fundamental para suministrar la flexibilidad nominal de la economía, mediante la adaptación de precios y salarios, el aumento de la productividad y la reasignación de los recursos que se requiere para expandir el sector de bienes comercializables y sostener un crecimiento más elevado en el medio y largo plazo bajo los exigentes requisitos de estabilidad que se derivan de la pertenencia a la UEM. Las rigideces institucionales que impiden tal

¹⁹ Véase C. Martín (2011), «Un análisis del destino geográfico de las exportaciones españolas de bienes a través de una ecuación de gravedad», *Boletín económico*, julio-agosto, Banco de España.

a facilitar la flexibilidad nominal, incrementar la productividad y mejorar la asignación de recursos...

... lo que requiere asegurar que las facilidades que la reciente reforma laboral ha abierto a la flexibilidad interna de las empresas y a la descentralización de la negociación colectiva estén plenamente operativas...

... y profundizar en las políticas de defensa y promoción de la competencia...

capacidad de ajuste promueven el aumento del desempleo y su persistencia cuando tienen lugar perturbaciones negativas, limitan el incremento de la productividad y obstaculizan la reasignación de recursos hacia sus usos más eficientes, lo que se traduce en pérdidas de bienestar. El avance en la agenda de reformas estructurales esbozada en el capítulo 1 de este Informe constituye, por tanto, un elemento clave para potenciar la competitividad de la economía española.

El buen funcionamiento del mercado de trabajo es trascendental para la mejora de la competitividad. La reciente reforma laboral aprobada por el Real Decreto Ley 3/2012, de 10 de febrero, contiene algunas medidas de largo alcance que, por una parte, facilitan el ajuste de salarios y, por otra, proporcionan a las empresas instrumentos más amplios para gestionar la organización de su fuerza de trabajo, sin las limitaciones impuestas por contratos de trabajo o convenios colectivos de ámbito superior a la empresa fijados en condiciones económicas que pueden ser muy diferentes a las vigentes en cada momento y lugar.

En relación con la flexibilidad salarial, el otorgamiento de la primacía a los convenios colectivos de empresa sobre los convenios de ámbito superior, la posibilidad de alegar dos trimestres consecutivos de pérdidas de ventas para iniciar un descuelgue de un convenio de ámbito superior y la extensión de las materias sobre las que el empresario puede no aplicar las condiciones laborales pactadas en convenios colectivos, junto con la limitación de la ultraactividad de estos a dos años, sirven al objetivo de conseguir una mayor adecuación entre los salarios y las condiciones económicas de las empresas, de manera que se contenga la destrucción de empleo cuando tales condiciones empeoren, al contrario de lo ocurrido desde el principio de la crisis. Por lo que respecta a la gestión de la organización del trabajo, también se amplían las posibilidades de modificación de las condiciones individuales y colectivas de trabajo, suprimiendo la autorización judicial o administrativa previa, que eran requisitos necesarios en la legislación anterior.

No obstante, para facilitar una mejor asignación de recursos entre sectores y empresas de un mismo sector, serían necesarias medidas más ambiciosas en materia de políticas activas del mercado de trabajo, que faciliten la formación, la inserción y la orientación laboral de los trabajadores desocupados y de los ocupados en riesgo de perder su empleo y que incluyan una exhaustiva evaluación de los programas en vigor y una mayor vinculación con las políticas de protección al desempleo. También hay que señalar que la superación de la excesiva rotación laboral y de sus efectos negativos sobre la productividad y la asignación de recursos se fía demasiado a la promoción de la contratación indefinida mediante bonificaciones que en el pasado se han probado poco eficaces, tanto para reducir la temporalidad como para aumentar el empleo agregado.

Dada la relevancia que tiene la reasignación de recursos para la recuperación de la productividad y, consecuentemente, de la competitividad, reviste capital importancia que se eliminen las barreras a la competencia, y en particular las de entrada a determinados sectores, y las trabas administrativas para la creación de nuevas empresas. Las medidas contempladas en la Ley de Economía Sostenible con relación a la intervención de las Administraciones Territoriales en el procedimiento de obtención de licencias para el ejercicio de actividades económicas deben implementarse de manera que, preservando la unidad del mercado interno, favorezcan una reducción sustancial del coste y del tiempo de creación de una nueva empresa. Junto a ello, es muy importante reforzar las capacidades del organismo supervisor limitando la intervención gubernamental, tanto en el ámbito estatal como en el autonómico, al mínimo imprescindible.

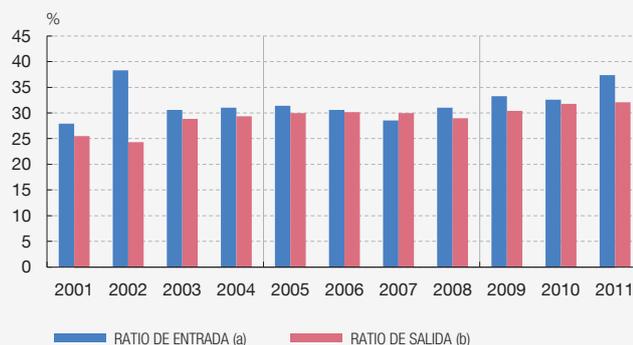
Dada la importancia del tamaño de las empresas como determinante de su propensión exportadora, debería evitarse que la intervención de las Administraciones Territoriales

Según los datos de Aduanas, en torno al 37 % de las empresas que exportaron bienes en el período 2003-2011 eran empresas exportadoras estables o regulares, definidas como aquellas que venden sus productos al exterior durante cuatro años consecutivos. Estas empresas realizaron en torno al 90 % del total de exportaciones en dicho período, mientras que las empresas que exportan de forma temporal u ocasional solo realizaron, en media, el 10 % de las exportaciones. Por otra parte, el número medio de países a los que exportó una empresa que lo hizo de forma estable se situó en torno a cinco países por año, frente a una media de

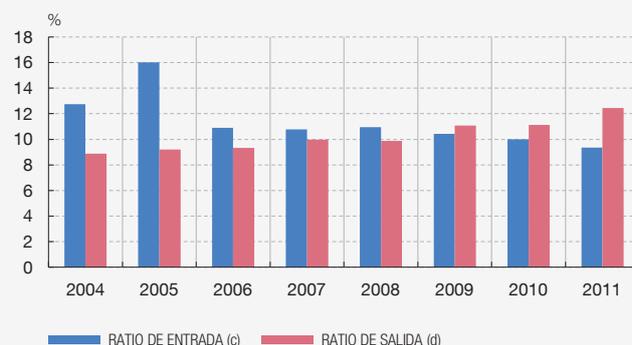
tres países en el caso del total de empresas¹, teniendo las primeras una mayor presencia en países en vías de desarrollo. En con-

1 Según la base de datos que aúna la información de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances y Registros Mercantiles (BP-CB-RM). La información disponible del Departamento de Aduanas de la Agencia Tributaria e Impuestos Especiales confirma la existencia de una relación positiva entre la consolidación de una empresa en la exportación y el número de mercados a los que dirige sus productos (Observatorio de la Internacionalización, diciembre de 2010). J. J. de Lucio *et al.* (2006), «Permanencia de las empresas en la exportación: una mirada a las

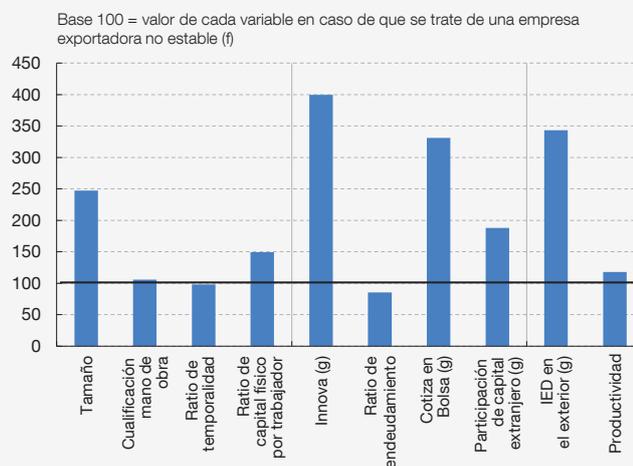
1 DINÁMICA DE ENTRADA Y DE SALIDA DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS DE BIENES



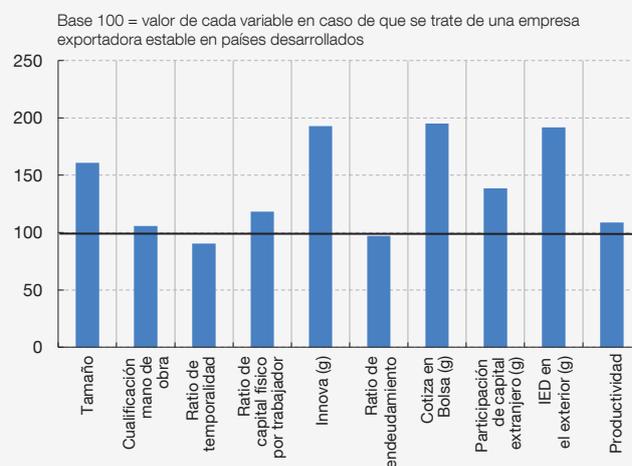
2 DINÁMICA DE ENTRADA Y DE SALIDA DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS ESTABLES DE BIENES



3 CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS ESTABLES DE BIENES Y/O SERVICIOS FRENTE A LAS NO ESTABLES (e)



4 CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS ESTABLES DE BIENES Y/O SERVICIOS EN PAÍSES EN DESARROLLO FRENTE A ESTABLES EN PAÍSES DESARROLLADOS (e)



FUENTES: ICEX, a partir de los datos de Aduanas, y Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances y Registros Mercantiles.

a Calculado como el cociente (entre exportadoras) $\frac{\text{Empresas nuevas}_n}{\text{Empresas nuevas}_n + \text{Empresas existentes}_{n-1}}$. Se consideran empresas nuevas aquellas que han exportado en el año de referencia, pero no en ninguno de los cuatro anteriores.
 b Calculado como el cociente (entre exportadoras) $\frac{\text{Empresas salientes}_n}{\text{Empresas salientes}_n + \text{Empresas existentes}_{n-1}}$. Se consideran empresas salientes aquellas que no han exportado en el año de referencia, pero sí en el anterior.
 c Calculado como el cociente (entre exportadoras) $\frac{\text{Empresas nuevas}_n}{\text{Empresas nuevas}_n + \text{Empresas existentes}_{n-1}}$. Se consideran empresas nuevas aquellas que han exportado en el año de referencia y en los tres anteriores consecutivos, pero no en el cuarto.
 d Calculado como el cociente (entre exportadoras) $\frac{\text{Empresas salientes}_n}{\text{Empresas salientes}_n + \text{Empresas existentes}_{n-1}}$. Se consideran empresas salientes aquellas que no han exportado en el año de referencia, pero sí en los cuatro años anteriores consecutivos.
 e Mediana del período 2003-2011. No se incluyen las exportaciones de servicios financieros, seguros ni gubernamentales.
 f En el caso del tamaño de las exportadoras estables, por ejemplo, debe interpretarse que es aproximadamente el triple respecto al correspondiente de las no estables.
 g Para estas variables el estadístico representado es la media muestral.

secuencia, el volumen exportado por una empresa aumenta con el paso del tiempo, de ahí que para que las nuevas relaciones comerciales contribuyan de forma significativa al crecimiento de las exportaciones de un país es necesario que perduren².

Dado que, a mayor persistencia en la exportación, mayores son la cuantía exportada y el número de países a los que se exporta, aumentar de forma significativa y estable la cuota de participación de España en el comercio mundial requiere consolidar las relaciones comerciales, una vez que estas se inician. En principio, los elevados costes de entrada, algunos de ellos hundidos, que las empresas tienen que acometer cuando comienzan a exportar harían pensar en una mayor permanencia en los mercados exteriores, por lo que la combinación de elevadas tasas de entrada y salida en la actividad exportadora (véanse paneles 1 y 2 del gráfico) podría estar reflejando cierta falta de planificación previa (p. ej., selección del producto/país de destino de la venta) u otros factores de carácter estructural (como, por ejemplo, el elevado peso relativo de las pymes), institucional (procesos de fijación de salarios, dificultades para diversificar fuentes de financiación o para realizar y/o recibir IED) o relacionados con la dotación y calidad de los factores productivos (cualificación de la mano de obra o realización de gastos en I+D). Resulta, pues, relevante identificar aquellas características que presentan las empresas exportadoras estables en relación con las no estables. Un modelo *probit* estimado para el período 2001-2007³ señala que, en términos generales, los factores que incrementan la probabilidad de que una empresa exporte de forma estable son el

tamaño, la experiencia en el mercado interno, el acceso a la financiación en los mercados de capitales, la realización de IED en el exterior, la participación de capital extranjero en su estructura de propiedad, así como la realización de gastos en I+D y la experiencia como exportadora en otros mercados.

En efecto, las empresas que exportan de forma regular tienden a tener un mayor tamaño, unos mayores niveles de productividad aparente del trabajo, un mayor *stock* de capital físico por trabajador y a realizar con mayor frecuencia gastos en I+D (véase panel 3 del gráfico). También presentan menores niveles de endeudamiento, aunque tienen acceso a fuentes de financiación alternativas. Los exportadores estables tienden a realizar más operaciones de IED en el exterior y la presencia de capital extranjero en su estructura productiva también es superior, en línea con su mayor grado de internacionalización. Si se comparan las características que determinan el estatus exportador de una empresa y que presentan las empresas españolas que exportan de forma estable a países desarrollados frente a las que lo hacen a países en vías de desarrollo (véase panel 4 del gráfico), se confirma igualmente que las empresas que exportan a países emergentes son también las más grandes, las más productivas, las que tienen una mano de obra más cualificada, realizan actividades de I+D y, en general, presentan un mayor grado de internacionalización. Todas estas características permiten que las empresas puedan acometer los mayores costes de entrada en mercados distantes. Al mismo tiempo, sus costes de entrada pueden ser menores, ya que la pertenencia a un grupo multinacional, a través de la IED⁴, contribuye a reducir las asimetrías de información y la incertidumbre que conlleva iniciar la venta en mercados lejanos.

Los resultados obtenidos sugieren que las medidas de política orientadas a mejorar la productividad y la eficiencia de las empresas contribuirán a elevar el porcentaje de las que exportan de forma estable y, al mismo tiempo, a avanzar en la diversificación geográfica de las exportaciones y a aumentar su participación en el comercio internacional.

características de su actividad exterior», ICE, *Tribuna de Economía*, n.º 640, encuentra que durante el período 1998-2003 las empresas estables exportan en media a cuatro países más que las exportadoras ocasionales.

- 2 Los resultados de J. A. Máñez, F. Requena-Silvente, M. E. Rochina-Barrachina y J. A. Sanchis-Llopis (2011), «El papel de los márgenes extensivo e intensivo en el crecimiento de las manufacturas españolas por sectores tecnológicos», *Cuadernos Económicos de ICE*, 82, muestran que la duración de las relaciones comerciales —definida como la exportación de un producto determinado a un país concreto— en España es la mitad que en Alemania, y esta diferencia se amplía con el contenido tecnológico de los bienes que se comercializan, y que el reducido tiempo de supervivencia de las exportaciones españolas limitó su crecimiento en el período 1991-2005.
- 3 Véase C. Martín, A. Rodríguez-Caloca y P. Tello (2009), «Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

- 4 D. Córcoles, C. Díaz Mora y R. Gandoy (2012), «La participación en redes internacionales de producción: un factor de estabilidad para las exportaciones españolas», *Economistas*, 130, encuentran que las mayores tasas de supervivencia de las exportaciones españolas se encuentran en los destinos en los que el grado de integración en redes de producción es más intenso.

en la regulación de la competencia generara una fragmentación innecesaria del mercado nacional que limitara el crecimiento de las pymes. Finalmente, entre las actuaciones dirigidas promover la competencia son urgentes las que inciden en aquellos sectores cuyo funcionamiento tiene implicaciones relevantes para los costes de las empresas, y en particular para las que tienen una actividad más global. Entre ellas, y como se ha señalado en el capítulo 1, cabe reseñar las focalizadas en los sectores energético, del transporte, del comercio al por menor o los servicios profesionales. Por último, actuaciones que mejoren la eficiencia de los mercados financieros ayudarán a facilitar el acceso de un número mayor de empresas a fuentes de financiación más

diversificadas, característica que se ha revelado esencial para sustentar la actividad exportadora.

... teniendo en cuenta las tendencias recientes en el comercio internacional...

En las últimas décadas las barreras arancelarias han descendido sustancialmente, en particular en el sector industrial de las economías avanzadas, pero las barreras no arancelarias (por ejemplo, algunas normas derivadas de regulaciones nacionales y de procedimientos aduaneros) continúan obstaculizando el comercio internacional²⁰. Las instituciones internacionales han centrado su actuación en cuestiones relativas a los servicios y a la IED, y, por lo que respecta a la UE, en la coordinación y en la simplificación de las regulaciones nacionales para profundizar el mercado único, removiendo obstáculos para el crecimiento de las empresas. La Directiva de Servicios ha constituido un paso importante en este ámbito, ya que la mejora de la eficiencia de los servicios contribuye a incrementar el nivel de eficiencia del conjunto del tejido productivo, lo que, a su vez, eleva la competitividad y la propensión exportadora de las empresas²¹. Una transposición completa y efectiva de estas iniciativas a la legislación nacional favorecería enormemente la mejora global de la competitividad.

En el importante terreno de las exportaciones a mercados emergentes, son las barreras no arancelarias y la existencia de fallos de mercado (fricciones informativas, etc.) las que dificultan en mayor medida las fases iniciales de la internacionalización hacia dichos destinos. Estos obstáculos son más relevantes para las pymes y las empresas que inician su actividad exportadora, ya que suelen carecer de un capital humano experimentado en el ámbito internacional y del conocimiento de las preferencias de los consumidores, de las oportunidades de negocio o la calidad y requerimientos técnicos exigidos en los nuevos destinos.

... y reevaluando las políticas directas de apoyo a la exportación, que en España ya cuentan con un amplio conjunto de instrumentos

La promoción de las exportaciones está vertebrada en España por un conjunto de instituciones pertenecientes al ámbito privado (p. ej., CEOE, Cámaras de Comercio) y a distintos niveles de las AAPP, tanto central (Ministerio de Economía y Competitividad, ICEX e ICO) como autonómica (agencias específicas de promoción de la exportación). La mayor parte de los programas está dirigida a ampliar la base exportadora, en particular de pymes, aunque también existen medidas que fomentan directamente la penetración en mercados exteriores, entre las que destacan las líneas de apoyo a licitaciones internacionales, el Plan de Iniciación y Promoción Exterior (PIPE), dirigido a las pymes, y los Planes Integrales de Desarrollo de Mercados (PIDM), cuya finalidad es el fomento de las relaciones comerciales y económicas con países concretos. Algunas de las medidas de promoción a la exportación se reforzaron ante la crisis financiera y el colapso del comercio mundial a finales de 2008; en particular, se potenciaron y flexibilizaron los instrumentos de financiación de los proyectos de internacionalización, para paliar el impacto sobre el crédito comercial de la restricción de acceso a financiación²².

Los estudios sobre la efectividad de los programas de promoción de las exportaciones puestos en marcha en España señalan ámbitos susceptibles de mejora. En particular, se mencionan aspectos relacionados con la existencia de excesivos costes administrativos y de un trato heterogéneo en función del sector de actividad de la empresa, con la necesidad de que las agencias adopten un papel más proactivo y la conveniencia de

20 Véase Comisión Europea (2008), *European Competitiveness Report*.

21 Véase J. Francois y B. Hoekman (2010). «Services Trade and Policy», *Journal of Economic Literature*, 48, septiembre, pp. 642-692.

22 Véase recuadro 3.2 del *Informe Anual, 2009*, Banco de España.

Políticas concretas

Financiación de proyectos de internacionalización	<p>Seguros a la exportación (CESCE).</p> <p>Convenios de Ajuste Recíproco de Intereses (CARI) del ICO. Es un sistema de apoyo a las exportaciones españolas de bienes y servicios mediante el cual se incentiva la concesión, por parte de las entidades financieras, de créditos a la exportación a largo plazo (dos o más años) y a tipos de interés fijos (tipos de consenso). Cada seis meses se comparan dichos tipos con el de mercado y la diferencia que resulta, más un margen de gestión a favor de la entidad financiera, se regulariza entre esta y el ICO. Dicha operación se denomina «ajuste» y puede dar lugar a un pago por el ICO a la entidad prestamista, o viceversa.</p> <p>Líneas FAD-pyme (2009), destinadas a la financiación de suministros de bienes y servicios por parte de pymes dirigidos a países elegibles para Fondos de Ayuda al Desarrollo (FAD). Creación del Fondo para la Internacionalización de la Empresa (FIEM), dentro de los fondos de ayuda al desarrollo, que permite financiar operaciones de interés para la internacionalización de la economía española.</p>
Detección del potencial exportador y definición de la estrategia de internacionalización	<p>Plan de Iniciación y Promoción Exterior (PIPE), que apoya de forma integral las distintas fases de la internacionalización de las pymes. Este Plan, iniciado en 1997, es de ámbito estatal y en su aplicación colaboran el ICEX, el CSC y las agencias autonómicas correspondientes. El Plan contempla un apoyo durante dos años a la internacionalización de las empresas seleccionadas, y consta de tres fases: diagnóstico del potencial exportador, diseño del plan estratégico de internacionalización y puesta en marcha del plan.</p> <p>Seminarios y jornadas de sensibilización [ICEX, Promomadrid, Consorcio de Promoción Comercial de Cataluña (COPCA)]. Apoyo de carácter continuado dirigido a la consolidación de la presencia en el exterior (PIPE, oficinas económicas y comerciales en el exterior del ICEX, centros de negocios en el exterior del ICEX, COPCA).</p>
Fomento de la participación en licitaciones internacionales	<p>Iniciación a las Licitaciones Internacionales [Consejo Superior de Cámaras de Comercio (CSC)].</p> <p>Plan Licitata (ICEX).</p>
Apoyo a la penetración en mercados específicos	<p>Planes Integrales de Desarrollo de Mercados (PIDM) del Ministerio de Economía y Competitividad. El Gobierno español ha puesto en funcionamiento desde 2005 PIDM dirigidos a Brasil, China, Rusia, México, Estados Unidos, India, Argelia, Marruecos, Japón, Turquía, Corea del Sur y países del Golfo.</p>
Búsqueda de socios en el mercado de destino	<p>Oficinas económicas y comerciales en el exterior y centros de negocios en el exterior del ICEX. Portales virtuales inversos (ICEX, COPCA).</p> <p>Coordinación con agrupaciones sectoriales [Cámaras de Comercio, agencia vasca Sociedad para la Promoción y Reconversión Industrial (SPRI), Tecniberia, Promomadrid].</p>
Incentivos a la cooperación empresarial en origen	<p>Programa de Consorcios en el Exterior (ICEX). Dirigido a pymes que obtienen financiación parcial durante tres años para gastos de establecimiento y asesoramiento legal, personal, alquileres, servicios profesionales externos, de promoción en el exterior, de defensa jurídica de la marca y de homologación de productos ante organismos oficiales.</p> <p>Plataformas virtuales (COPCA, SPRI).</p> <p>Fomento a la internacionalización de <i>clusters</i> (SPRI, COPCA).</p>
Desarrollo y formación de recursos humanos	<p>Becas de formación en comercio exterior (ICEX, agencias autonómicas).</p> <p>Asesores externos (PIPE del ICEX).</p> <p>Formación del personal local en el mercado de destino (programa PROPEX del ICEX, COPCA, SPRI).</p>
Promoción de las exportaciones a través de la innovación	<p>Cooperación entre las empresas exportadoras y el ámbito investigador (más desarrollada en países extranjeros; p. ej., la agencia británica UKTI, la finlandesa FINPRO e Innovation Norway).</p> <p>Apoyo financiero a la innovación [Centro de Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI)].</p>
Mejora de la imagen empresarial o de marca	<p>Programa Made in/Made by Spain del Ministerio de Economía y Competitividad.</p> <p>Difusión de imagen de marca de una región (p. ej., Promomadrid).</p> <p>Plataformas virtuales inversas del ICEX, COPCA, SPRI.</p>

FUENTE: Banco de España.

potenciar planes que integren la I+D+i y las exportaciones, así como las ventajas de fortalecer las iniciativas que aprovechen las economías de escala de *clusters* industriales. Finalmente, se detectan problemas de coordinación entre los distintos organismos que elaboran las políticas de incentivo a la exportación²³.

²³ Para paliar esta situación, en 2006 se constituyó el Consejo Interterritorial de Internacionalización, que está integrado por el Ministerio de Economía y Competitividad, las consejerías autonómicas competentes, el Consejo Superior de Cámaras (CSC) y la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE). Dicho Consejo elaboró en 2011 el Plan Integrado de Refuerzo de las Exportaciones e Inversiones Exteriores, en el que se acordó la integración de los sistemas de información y de formación a los exportadores, así como su oferta de programas de iniciación a la exportación y a la internacionalización.

Por último, resulta necesario remarcar que hay un acuerdo generalizado en que el impacto de los programas de promoción de las exportaciones depende significativamente de si, paralelamente, se adoptan otras reformas estructurales de mayor calado para mejorar la productividad y la competitividad globales de la economía. En consecuencia, los programas de promoción de las exportaciones no pueden sustituir, sino solo complementar, las reformas estructurales necesarias para potenciar la productividad y la capacidad de crecimiento de las empresas y la competitividad global de la economía.

1 Introducción

En 2011, la economía mundial se desaceleró hasta el 3,7%, arrastrada por el debilitamiento de las economías avanzadas, que siguen realizando los ajustes derivados de la crisis financiera

En 2011, la economía mundial ralentizó su ritmo de recuperación, de modo que el crecimiento del PIB mundial se situó en el 3,7%, en promedio anual, 1,4 pp menos que en 2010. La desaceleración fue el resultado, principalmente, del debilitamiento de las economías avanzadas, que crecieron un 1,4%, la mitad que en el año precedente. Las economías emergentes también se vieron afectadas por la desaceleración, aunque siguieron registrando un crecimiento sólido, del 6,4% (véanse gráfico 3.1 y cuadro 3.1). Así, las economías emergentes se consolidaron como la principal fuente de crecimiento de la economía mundial, explicando más de tres cuartas partes del mismo en 2011.

Las economías avanzadas continuaron realizando los ajustes derivados de la crisis financiera, lo que siguió lastrando su recuperación. La recomposición de los balances privados, el saneamiento y redimensionamiento de los sistemas financieros, y el ajuste del sector residencial siguieron avanzando; por el contrario, el endeudamiento del sector público volvió a incrementarse, a pesar de los procesos de consolidación fiscal (véase gráfico 3.1). En todo caso, estos ajustes, que son necesarios para formar una base sólida sobre la que asentar un proceso de crecimiento sostenido, aún distan de haberse completado. Además, el ritmo de recuperación se vio condicionado por diversas perturbaciones —como el *tsunami* en Japón o las tensiones políticas en los países árabes— y, sobre todo, por el recrudecimiento de la crisis soberana en el área del euro.

La crisis de la deuda soberana del área del euro marcó la evolución económica y financiera global a través de múltiples canales. Las economías emergentes mantuvieron un fondo de resistencia frente a ese impacto

El agravamiento de la situación en Europa, a partir de julio, constituyó un elemento fundamental, que marcó la evolución económica y financiera global y tuvo un impacto notable a través de diversos canales, reales y financieros. La reactivación de la crisis soberana, junto con la fragilidad de la recuperación en otras economías avanzadas y las otras perturbaciones, mencionadas antes, provocaron grandes variaciones en el sentimiento de los inversores financieros y de los agentes económicos a lo largo del ejercicio, dando lugar a una elevada volatilidad en los mercados financieros globales y a altibajos de la actividad. Frente a esta situación, las economías emergentes siguieron mostrando una notable resistencia de fondo, en un entorno de precios elevados de las materias primas, de dinamismo sostenido de la economía de China y de entradas de capitales, que reavivaron los riesgos de recalentamiento. Sin embargo, el aumento de la aversión global al riesgo, la desaceleración del comercio mundial y el efecto retardado del endurecimiento de las políticas monetarias en los trimestres previos determinaron un comportamiento real y financiero menos expansivo en la segunda parte del ejercicio.

La inflación se mantuvo bajo control pese al encarecimiento del petróleo

La inflación se mantuvo relativamente contenida a escala mundial, pese al repunte del precio del petróleo, en un entorno de brechas de producción amplias y expectativas de inflación bien ancladas en las economías avanzadas, aunque las tasas subyacentes mostraron una paulatina tendencia al alza. En líneas generales, las tasas de inflación tocaron techo en el tercer trimestre de 2011 y se fueron reduciendo paulatinamente desde entonces, facilitando el mantenimiento de políticas monetarias muy expansivas en las economías avanzadas y frenando el endurecimiento —o, incluso, revirtiéndolo— en algunas economías emergentes.

El tono de las políticas económicas se fue diferenciando en las economías avanzadas

Las políticas económicas continuaron desempeñando un papel determinante en la recuperación de las economías avanzadas, aunque su margen de actuación es cada vez más reducido, observándose una progresiva diferenciación en el tono de las políticas monetaria y fiscal. En general, aunque con algunos matices según los distintos países, las políticas monetarias profundizaron su orientación expansiva —intensificando las medidas no convencionales—, mientras que las fiscales mantuvieron un tono restrictivo. Cabe señalar, también, que las difi-

cultades del proceso de toma de decisiones constituyeron un elemento importante de incertidumbre, no solo en el área del euro, sino también en Estados Unidos en el ámbito de las negociaciones sobre el límite de deuda y el ajuste presupuestario. Por otra parte, las políticas dirigidas al sector financiero se orientaron a la instauración de un marco regulatorio que asegure la estabilidad financiera en el medio y largo plazo, en un entorno de salida progresiva de los apoyos al sector financiero que se establecieron a raíz de la crisis.

Las perspectivas para la economía mundial son de crecimiento moderado, lastrado por los ajustes pendientes en las economías avanzadas, y con riesgos a la baja

En definitiva, la recuperación en las economías avanzadas sigue ligada a los ajustes pendientes tras la crisis y al soporte de las políticas económicas. En este contexto, las perspectivas para la economía mundial en 2012 son de crecimiento moderado, lastrado por la debilidad de las economías avanzadas; en particular, las europeas. Este escenario está sujeto, además, a riesgos a la baja, en función de cómo evolucione la crisis soberana, de la reacción de los mercados ante los ajustes fiscales pendientes o de la evolución y volatilidad del precio del petróleo. En el medio plazo, la plasmación de unas mejores perspectivas de crecimiento en los países avanzados —hoy sustancialmente inferiores a las anteriores a la crisis (véase gráfico 3.1)— pasa por el restablecimiento de la confianza de los hogares y las empresas, el avance en el saneamiento de los sistemas financieros, y la reducción hasta niveles sostenibles del endeudamiento privado y público.

2 Evolución económica y transmisión internacional de la crisis del euro

La progresiva reactivación de la economía mundial con la que se inició el año 2011 se fue disipando al hilo de distintas perturbaciones, sobre todo a partir del verano, con el agravamiento de la crisis soberana y el impacto retardado del endurecimiento de políticas introducido en diversos países emergentes en la primera parte del año. Al inicio de 2012, la evolución económica global comenzó a dar signos de mejoría, aunque sujetos a mayor incertidumbre conforme ha ido avanzando el ejercicio.

En el primer trimestre de 2011, la actividad económica mundial continuó recuperándose

La economía mundial entró en 2011 instalada en la senda de modesta recuperación que arrancó en el tramo final de 2010, con el apoyo de una nueva ronda de estímulos y una mejora de la confianza. El PIB mundial se incrementó a una tasa interanual del 4,4 % en el primer trimestre, dos décimas menos que en el cuarto trimestre de 2010. Las economías avanzadas mantuvieron un crecimiento moderado, del 2 % interanual en el primer trimestre (véase gráfico 3.2), algo inferior al del trimestre previo, mientras que las economías emergentes, apoyadas en la demanda interna privada, crecieron un 7,1 % interanual, todavía por encima de la que sería su tasa de crecimiento potencial. Destacó el dinamismo de China, cuyo PIB avanzó un 9,7 % interanual.

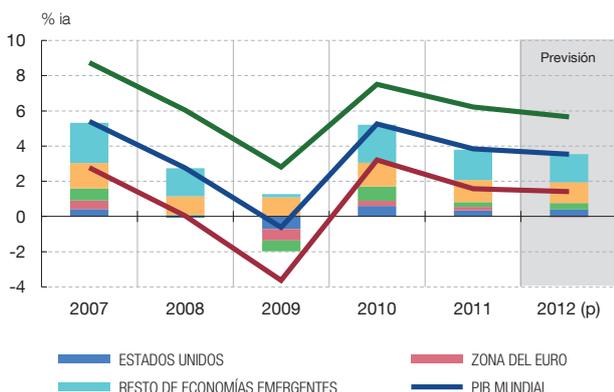
Esta evolución se vio interrumpida en el segundo trimestre por una serie de perturbaciones...

Durante los primeros meses del año, una serie de perturbaciones incidieron en la economía mundial —el contagio al mercado del petróleo de las tensiones políticas en los países árabes, el *tsunami* y la subsiguiente crisis nuclear en Japón, en marzo, y la prolongación de los problemas de la deuda soberana en el área del euro, con el rescate de Portugal en mayo—, dando lugar a una significativa desaceleración de la actividad hacia la mitad del ejercicio, afectada también por el endurecimiento de las políticas monetarias. Inicialmente, este freno al crecimiento se percibió como un fenómeno transitorio, que no comprometía la recuperación de la economía mundial en el medio plazo. De hecho, el comercio mundial, que había crecido con fuerza en el primer trimestre de 2011, se vio notablemente afectado por la interrupción de las cadenas globales de producción a raíz de los eventos de Japón, pero se recuperó rápidamente con posterioridad (véase gráfico 3.3).

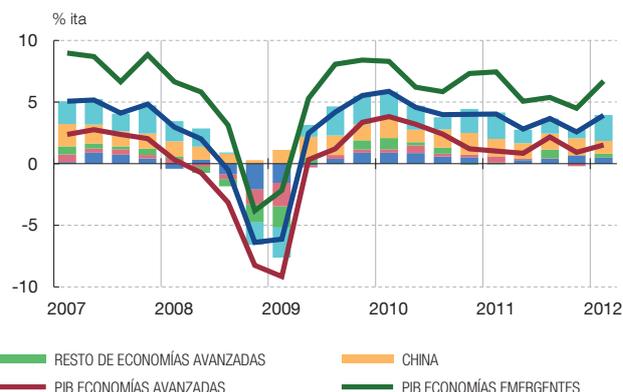
... que apenas afectaron al sentimiento positivo de los mercados financieros

Así, durante la primera mitad del año, los mercados financieros registraron una evolución favorable y, aunque se observó una moderación de las tendencias alcistas en las bolsas de las economías avanzadas asociada a las perturbaciones mencionadas, esta evolución no se tradujo en un aumento significativo de la aversión global al riesgo. De hecho, la

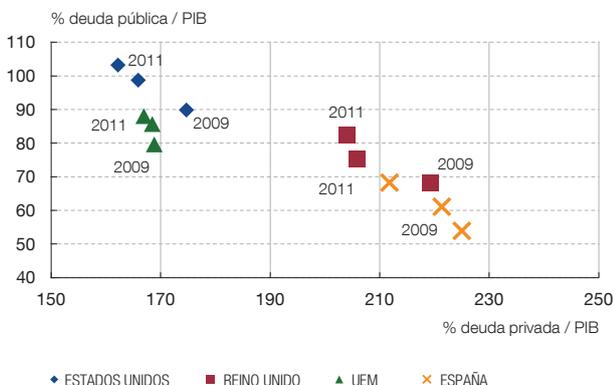
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB MUNDIAL



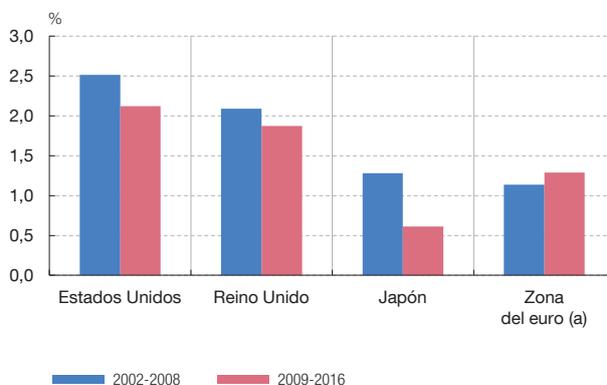
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB MUNDIAL



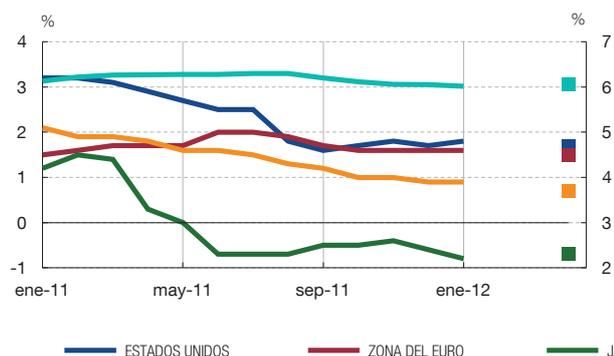
EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO EN EL SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO NO FINANCIERO



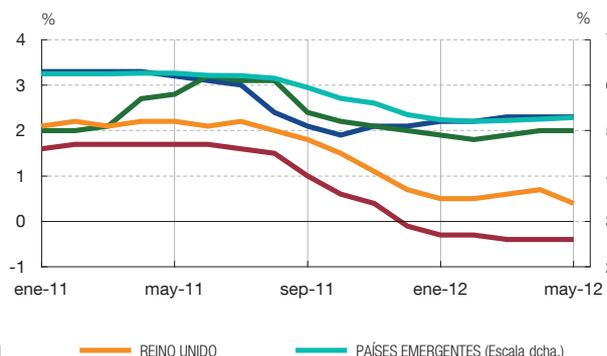
CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL REAL



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2011 (b)



PREVISIONES DE CRECIMIENTO PARA 2012



FUENTES: Consensus Forecast, cuentas financieras nacionales, Fondo Monetario Internacional y JP Morgan.
 NOTA: (p): Previsión.

- a El agregado zona del euro comprende los siguientes países: Alemania, Austria, Bélgica, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal.
- b El último dato corresponde a las estimaciones del PIB.

volatilidad en la mayoría de los mercados disminuyó, lo que condujo a una reducción en las primas de riesgo corporativas y a un aumento notable de las emisiones de renta fija en numerosos segmentos (véase gráfico 3.4). Los mercados financieros emergentes también evolucionaron positivamente, prolongándose las intensas entradas de capitales, que

presionaron al alza los tipos de cambio. Las bolsas subieron de manera significativa y los diferenciales soberanos e indicadores de riesgo de crédito se mantuvieron en niveles reducidos, al tiempo que se registraban volúmenes elevados de emisiones en los mercados internacionales, que alcanzaron, en algunos casos, máximos históricos.

Sin embargo, el agravamiento de la crisis del euro al comienzo del verano marcó un punto de inflexión

Sin embargo, la marcha de la economía mundial registró un punto de inflexión al hilo del agravamiento de la crisis soberana en el área del euro, desde el mes de julio. A ello se sumaron las fuertes tensiones generadas en torno a las negociaciones sobre la ampliación del techo de deuda pública en Estados Unidos, cuya recuperación económica había comenzado a mostrar, además, signos de fragilidad, con el debilitamiento de algunos indicadores clave en los mercados de trabajo e inmobiliario. Como consecuencia de todo ello y, en especial, del temor a las ramificaciones globales de la crisis del euro (véase recuadro 3.1), la confianza se desplomó y la incertidumbre sobre la fortaleza de la recuperación de la economía mundial aumentó.

El súbito repunte de la aversión al riesgo propició la huida de capitales hacia activos refugio, y la apreciación del dólar, el yen y el franco suizo

Los mercados financieros sufrieron una severa corrección a finales de julio, que se prolongó hasta bien entrado el cuarto trimestre (véase gráfico 3.4). En ese período, se produjo un repunte significativo de la aversión al riesgo, que se reflejó en un aumento súbito de la volatilidad y en una huida hacia activos tradicionalmente considerados como refugio, propiciando incrementos significativos de sus precios. Cabe destacar la evolución divergente de los tipos de interés de la deuda soberana a largo plazo, con reducciones en los países considerados seguros, en contraste con el incremento de las primas de riesgo de crédito en un grupo cada vez más amplio de soberanos del área del euro. Estos movimientos propiciaron la apreciación del dólar, el yen y el franco suizo, una cierta debilidad del euro y una notable corrección a la baja de las divisas de las economías emergentes. Las autoridades de Japón y Suiza intervinieron unilateralmente en los mercados cambiarios, lo que, en el caso suizo, se complementó con el establecimiento de un límite a la apreciación del franco suizo frente al euro. En los mercados privados de renta fija también se observó una ampliación de las primas de riesgo y una drástica reducción de las emisiones (véase gráfico 3.5), mientras que, en los mercados emergentes, se registraron cuantiosas salidas de capitales, tanto de sus mercados de renta fija como variable.

La actividad en las economías avanzadas se desaceleró, aunque de manera desigual...

Estos acontecimientos dieron lugar a un fuerte recorte de las tasas de crecimiento de la actividad —que afectó principalmente al área del euro y su entorno de influencia (véase gráfico 3.1)—, de forma que las economías avanzadas, en su conjunto, registraron una marcada desaceleración (la tasa interanual se situó en el 1 % en el cuarto trimestre). No obstante, hubo diferencias muy sustanciales entre ellas. Destacó la economía estadounidense, apoyada en los efectos de la expansión cuantitativa previa, que se reactivó en la segunda mitad del año, hasta crecer un 3 % en tasa trimestral anualizada, en el cuarto trimestre, con señales positivas del mercado laboral y de la confianza empresarial. Por el contrario, en el Reino Unido y en Japón, así como en numerosos países europeos, el crecimiento se ralentizó y se registraron tasas trimestrales negativas en el cuarto trimestre. En el Reino Unido, la pérdida de poder adquisitivo de los hogares (en un contexto de elevada inflación y ajuste fiscal), la persistencia de unas condiciones de financiación restrictivas y los vínculos comerciales y financieros con el área del euro pesaron sobre la actividad, a pesar de la aplicación de una nueva ronda de expansión cuantitativa. En Japón, la economía retrocedió en el cuarto trimestre, debido no solo al debilitamiento del entorno exterior y a la fortaleza del yen, sino también al impacto de las inundaciones en Tailandia sobre las cadenas de producción regionales.

... mientras que, en las economías emergentes, el crecimiento se moderó debido a la demanda externa

En las economías emergentes, el crecimiento experimentó, por lo general, una moderación en la segunda parte de 2011, hasta alcanzar una tasa interanual del 5,6 % al final del año, como resultado del efecto retardado de las políticas restrictivas adoptadas en 2010 y en la primera parte de 2011, y de las mayores tensiones globales. Aunque la ralentización contribuyó a disipar

	2009	2010	2011	2011			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS							
PIB (a)	-3,5	3,0	1,7	2,2	1,6	1,5	1,6
IPC (a) (b)	-0,4	1,6	3,2	2,1	3,4	3,8	3,3
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-2,7	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-2,8	-3,2
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-9,3	-8,9	-8,2	-8,5	-8,8	-8,2	-7,6
Deuda pública	89,9	98,5	102,9				
JAPÓN							
PIB (a)	-5,5	4,4	-0,7	-0,2	-1,7	-0,4	-0,5
IPC (a) (b)	-1,3	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	0,1	-0,3
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	2,9	3,7	2,0	3,5	3,0	2,6	2,0
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,0	-7,4	-7,5	-1,7	-1,7	-1,9	-1,9
Deuda pública	210,2	215,3	229,8				
ZONA DEL EURO							
PIB (a)	-4,3	1,9	1,5	0,7	0,1	0,1	-0,3
IAPC (a) (b)	0,3	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,2	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	-0,1	1,4
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,4	-6,2	-4,1				
Deuda pública	79,9	85,6	88,0				
REINO UNIDO							
PIB (a)	-4,4	2,1	0,7	1,5	0,4	0,3	0,5
IPC (a) (b)	2,2	3,3	4,5	4,1	4,4	4,7	4,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-1,5	-3,3	-1,9	-1,8	-0,9	-2,8	-2,2
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-11,3	-10,0	-8,4	-5,8	-10,1	-7,1	-10,5
Deuda pública	68,4	75,1	82,5				
CHINA							
PIB (a)	9,2	10,4	9,2	9,7	9,5	9,1	8,9
IPC (a) (b)	-0,7	3,3	5,4	5,1	5,7	6,2	4,6
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	5,2	4,0	2,8	3,9	3,9	3,3	2,8
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,8	-1,7	-1,1	-0,9	-0,8	-0,6	-1,2
AMÉRICA LATINA (c) (d)							
PIB (a)	-1,9	6,3	4,4	5,5	4,3	4,4	3,6
IPC (a) (b)	6,4	6,4	6,8	6,7	6,6	6,9	7,0
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-0,3	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,8	-2,2	-1,9	-1,8	-1,6	-1,8	-2,0
NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO UEM (c) (e)							
PIB (a)	-3,2	2,1	3,2	3,6	3,1	3,4	2,8
IPC (a) (b)	3,6	3,1	3,9	4,1	4,4	3,5	3,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-6,1	-3,3	-3,5	-3,7	-3,8	-3,4	-3,2
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-7,0	-6,4	-3,5				
PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB (f)							
Mundial	-1,4	5,1	3,7	4,4	3,7	3,6	3,1
Economías avanzadas	-3,9	2,8	1,4	2,0	1,2	1,2	1,0
Economías emergentes	1,8	8,0	6,4	7,1	6,5	6,3	5,6
PRO MEMORIA: INFLACIÓN (b) (f)							
Mundial	1,4	3,1	4,3	3,9	4,4	4,6	4,1
Economías avanzadas	0,0	1,5	2,6	2,1	2,7	3,0	2,7
Economías emergentes	3,0	5,0	6,1	5,9	6,3	6,4	5,7

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

a Tasa de variación interanual.

b IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.

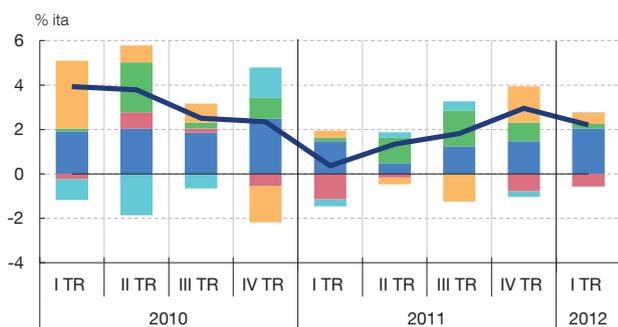
c El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial en el año previo, en paridad de poder compra, según información del Fondo Monetario Internacional.

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

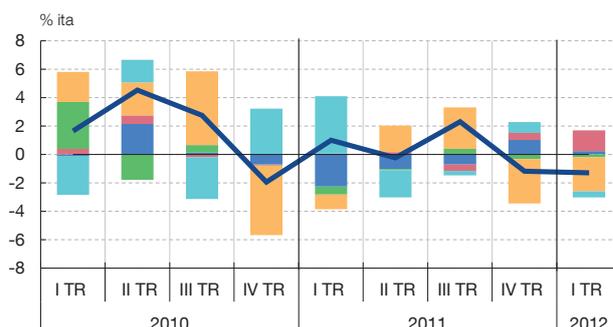
e Bulgaria, República Checa, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía.

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

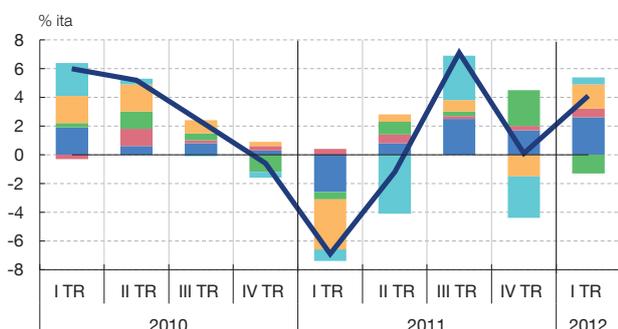
ESTADOS UNIDOS: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB 2010-2011 (a)



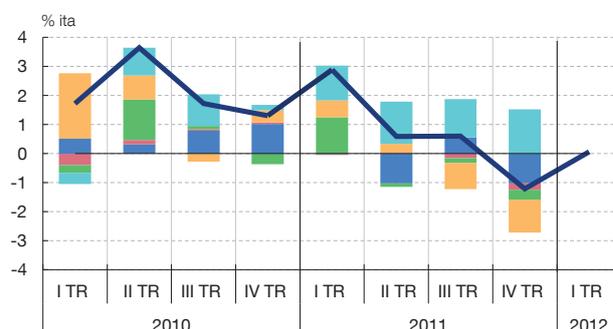
REINO UNIDO: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB 2010-2011 (a)



JAPÓN: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB 2010-2011 (a)

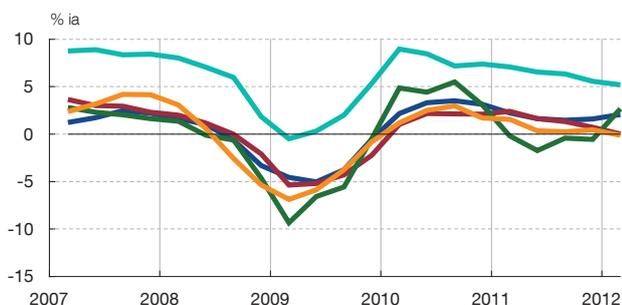


ZONA DEL EURO: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB 2010-2011 (a)

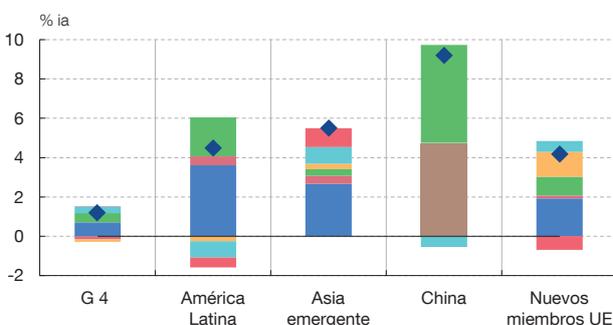


CONSUMO PRIVADO GASTO PÚBLICO FORMACIÓN DE CAPITAL VARIACIÓN DE EXISTENCIAS EXPORTACIONES NETAS PIB

CRECIMIENTO DEL PIB EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS Y EMERGENTES



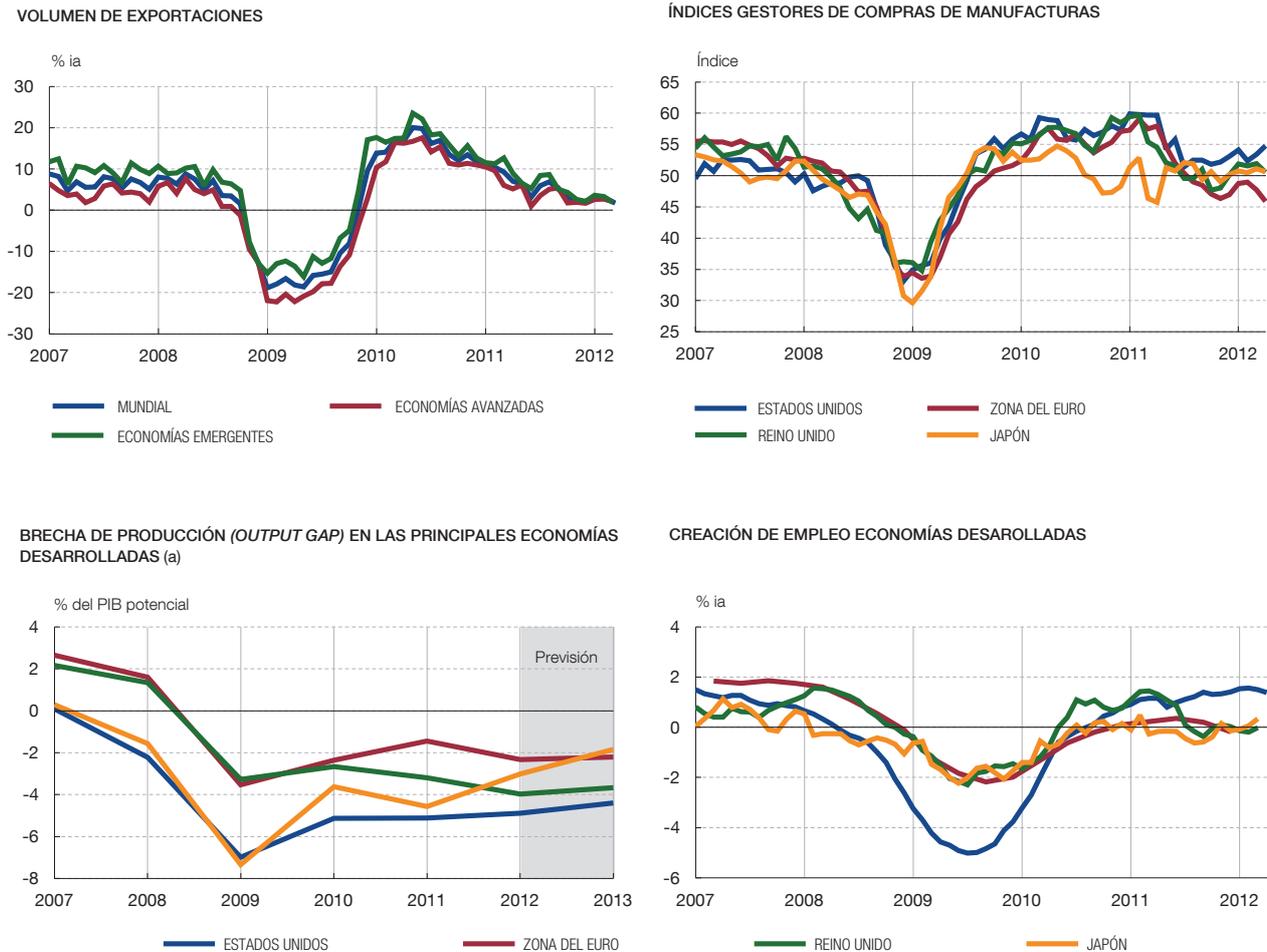
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2011 (c)



ESTADOS UNIDOS ZONA DEL EURO JAPÓN REINO UNIDO EMERGENTES (b) CONSUMO PRIVADO FORMACIÓN DE CAPITAL EXPORTACIONES NETAS CONSUMO PRIVADO Y PÚBLICO GASTO PÚBLICO VARIACIÓN DE EXISTENCIAS DISCREPANCIA PIB

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream, estadísticas nacionales y CEIC

- a Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB. Los datos de I TR 2012 corresponden a la estimación preliminar.
- b Se incluyen los siguientes grupos de países: América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela); Asia (China, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán); Europa Central y del Este (Bulgaria, República Checa, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania, y Sudáfrica).
- c América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Asia emergente: Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Singapur, Tailandia y Taiwán. G 4: Área del euro, Estados Unidos, Japón y Reino Unido. Nuevos miembros UE: Bulgaria, República Checa, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía.



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

a Previsiones del Fondo Monetario Internacional.

y al impacto retardado del endurecimiento de las políticas

A principios de 2012, se apreciaron señales de reactivación de la economía mundial, que alejaron el riesgo de una nueva recesión

los riesgos de recalentamiento, la debilidad de la demanda externa, sobre todo la procedente de Europa —como pone de manifiesto la fuerte desaceleración de las exportaciones en los últimos meses de 2011—, incidió significativamente sobre la confianza y la demanda interna. El impacto de esta fase de turbulencias fue más marcado en las economías emergentes de Europa, cuyos vínculos comerciales y financieros con el área del euro son mucho más estrechos. En el otro extremo, destacó, una vez más, la notable resistencia de la economía de China, cuyo crecimiento apenas se redujo hasta el 8,9% interanual en el cuarto trimestre, por la fortaleza de la demanda interna y un tono menos restrictivo de la política monetaria.

En los últimos compases del año 2011 y en el comienzo de 2012, se apreciaron señales positivas que alejan el riesgo de una nueva recesión fuera del área del euro. En Estados Unidos, se ha consolidado la mejora del mercado laboral y el crédito al sector privado se ha empezado a recuperar. A partir de diciembre, la suavización de las tensiones en el área del euro contribuyó a una mejora en los mercados financieros, al disipar los riesgos de cola y reforzar la confianza. Así, se produjo una mejora de la mayor parte de los indicadores económicos y financieros, y una reducción de la aversión al riesgo. No obstante, a finales del primer trimestre han vuelto a resurgir las dudas en torno a la crisis soberana y la evolución reciente de algunos indicadores de actividad ha sido algo peor de lo esperado. En las economías emergentes, el crecimiento siguió moderándose, destacando el caso de China, aunque, en general, dentro de ritmos elevados.

La crisis financiera y económica global está teniendo un epílogo particularmente intenso y prolongado en el área del euro, en términos de una crisis de deuda soberana (véanse los capítulos 1 y 4 de este Informe), con repercusiones importantes en el resto del mundo. De hecho, desde el verano de 2011 las renovadas dudas sobre la deuda soberana en Grecia y otros países del área, junto con el retroceso de la actividad en el área del euro, han producido un recrudecimiento de la crisis, que vuelve a ser un determinante central de las perspectivas globales.

El área del euro representa en torno al 20 % del PIB mundial y un porcentaje algo menor del comercio global (alrededor del 15 %, excluido el comercio intraárea). Por tanto, su nivel de gasto y la evolución de sus precios relativos pueden influir en las exportaciones e importaciones de bienes y servicios del resto del mundo. Desde una perspectiva financiera, la relevancia del área es mayor, dado que intermedia una parte importante de los flujos de capital globales, y las interconexiones de las instituciones financieras europeas con las del resto del mundo son profundas y complejas. De acuerdo con los datos del Banco de Pagos Internacionales (BPI)¹, los bancos del área del euro representan entre un 25 % y un 40 % de la financiación mundial, dependiendo del sector institucional considerado.

Los canales de transmisión real de la crisis soberana al resto del mundo se manifiestan principalmente a través del comercio internacional de bienes y servicios. El mayor ahorro de los hogares (por motivo precaución o por la necesidad de reducir el nivel de apalancamiento), el aplazamiento de los proyectos de inversión (por la mayor incertidumbre) o el proceso de consolidación fiscal reducen la demanda agregada del área del euro y, por tanto, las exportaciones del resto del mundo. Este canal debería ser de especial importancia en aquellas regiones con mayor exposición comercial al área del euro. Como se puede apreciar en el gráfico 1, el Reino Unido y los países de Europa del Este —que, además, son economías muy abiertas— serían especialmente vulnerables, al ser el área del euro el destino de más del 50 % de sus exportaciones de bienes. En los casos de Asia —incluyendo China—, América Latina o Estados Unidos, la eurozona representa entre el 5 % y el 10 % de su comercio de bienes. En cuanto al comercio en servicios, si bien el área del euro supone un mercado importante para el Reino Unido y para determinados países de América Latina o de África, el impacto potencial se ve mitigado por el hecho de que las exportaciones de servicios representan un porcentaje del PIB todavía reducido en comparación con las de bienes. De acuerdo con el FMI², el impacto global a través del canal comercial no sería excesivamente importante. En concreto, en los países más expuestos supondría una reducción máxima del PIB de 0,2 pp por cada punto de contracción en la demanda agregada del área del euro. Los datos de coyuntura más recientes sugieren que el impacto a través del canal comercial habría empezado a manifestarse en algunos países. Como se puede apreciar en el gráfico 2, en el segundo semestre de 2011 comenzó a detectar-

se una pérdida de dinamismo más acusada de las exportaciones al área del euro que de aquellas al resto del mundo. En concreto, el diferencial de crecimiento de las exportaciones al área del euro respecto a las dirigidas al resto del mundo entró en terreno negativo en ese período en Estados Unidos, Japón y Europa del Este, y amplió su brecha negativa en China y Asia emergente; en el caso de Latinoamérica, se redujo sustancialmente el diferencial positivo registrado en los primeros seis meses de 2011.

El canal comercial puede verse reforzado por las mejoras de la competitividad-precio del área si, como consecuencia de la crisis, se produjera una depreciación del euro. De acuerdo con Dieppe *et al.*³, por cada punto porcentual que se deprecia el euro, las exportaciones del área (o, lo que es lo mismo, las importaciones del resto del mundo) aumentan en 0,3 pp y las importaciones (exportaciones del resto del mundo) se reducen en 0,1 pp. Desde finales del verano, la depreciación del euro ha sido significativa —un 8 % frente al dólar y un 5 % en términos multilaterales—. Por último, la caída de la actividad y la evolución cambiaria tienden a reflejarse en las remesas de emigrantes, que, aunque en el área del euro representan una cuantía global reducida (en torno a 25 mm de euros al año), son una fuente de ingresos muy relevante en los países más pobres.

Los canales de transmisión financieros son mucho más complejos y su orden de magnitud más difícil de cuantificar debido a las múltiples interconexiones existentes. Como se comenta en el texto, la crisis de la deuda soberana en el área del euro fue el desencadenante de la corrección bursátil durante el verano. De hecho, los índices de tensión financiera, que recogen la volatilidad de distintos mercados en Estados Unidos y en el Reino Unido, aumentaron de forma significativa precisamente en los momentos en los que las primas de riesgo de los países periféricos del área del euro aumentaron en mayor medida (véanse gráficos 3 y 4), a niveles que no se habían observado desde finales de 2009, con el inicio de las dificultades griegas. En concreto, el aumento de la incertidumbre se concentró en los mercados de valores y en el sector bancario.

Además, el deterioro de la situación en el área del euro podría estar teniendo consecuencias adversas para la cotización bursátil de las empresas del resto del mundo —financieras y no financieras— con mayores vínculos comerciales o financieros con el área. El sector donde esta exposición resulta más evidente es el sector financiero de países como Estados Unidos o el Reino Unido, cuyas entidades mantienen una importante exposición al sector privado y público del área del euro. De hecho, la exposición de los bancos americanos a la deuda europea se ha elevado durante 2011, debido, en parte, a la importancia de sus posiciones en derivados de crédito. Estos derivados, mayoritariamente seguros por impago, se incrementaron a raíz del dete-

1 Véase World Economic Outlook (2012), FMI, abril.

2 *Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues*, IMF Country Report n.º 11/185.

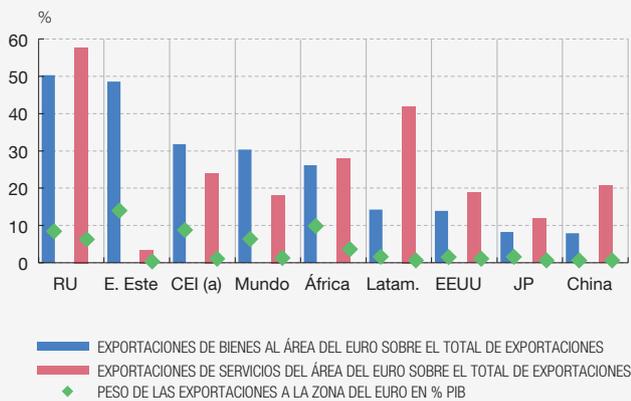
3 Véase A. Dieppe, A. González Pandella, S. Hall y A. Willman (2011), *The ECB's new multi country model for the euro area. NCMCM - with boundedly rational learning expectations*, Working Paper Series, n.º 1316, Banco Central Europeo.

rioro de la deuda de algunos países europeos. Por el contrario, en el Reino Unido, donde la exposición a la deuda europea a través de derivados es menor, se observó una ligera reducción de la misma. Otros agentes financieros han reaccionado a estas turbulencias de modo más activo, mediante una reducción de la exposición al riesgo originado en el área del euro. Uno de los casos más significativos es el de los fondos de inversión del mercado monetario de Estados Unidos. Una parte significativa de los activos de estos fondos se encuentra materializada en valores de renta fija emitidos por entidades financieras. Hasta mediados de 2010, su exposición a entidades del área del euro se había incrementado, hasta representar casi el 40 % de los activos invertidos en valores de entidades financieras. Sin embargo, el desarrollo de la crisis soberana ha motivado una reducción de esta exposición a lo largo de 2011, de modo que, a finales de ese año, la cifra se situaba en el 14 %. Por último, en el caso del sector no financiero, existe alguna evidencia empírica de que las empresas más ex-

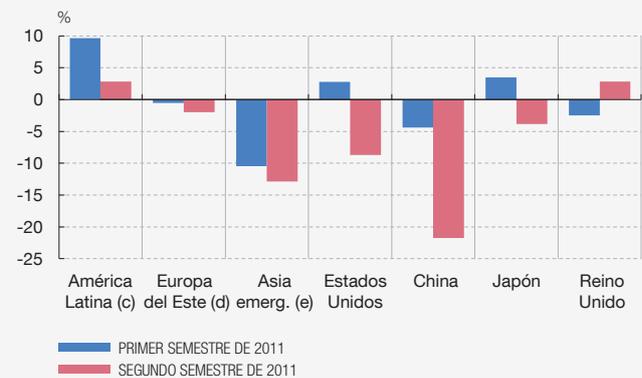
puestas al área del euro, tanto por ser un destino de su producción como por financiarse en sus instituciones financieras, han podido ver penalizada su cotización en bolsa. Esto, de persistir en el tiempo, podría tener una repercusión desfavorable en la riqueza de sus accionistas y en sus decisiones de inversión.

Un último canal financiero potencialmente importante operaría en dirección contraria, es decir, a través del repliegue de la actividad de las entidades financieras del área del euro en otras áreas geográficas y, en particular, en Europa del Este. En este caso, hay que tener en cuenta tres tipos de factores. Por un lado, existe la posibilidad de que, ante la dificultad para captar fondos externos permanentes, los principales bancos europeos refuercen su capital principal mediante un proceso de desinversión en otras zonas; hasta el momento no existe evidencia de que se haya producido un fenómeno de este tipo a gran escala. Por otro lado, existen indicios de que las entidades financieras están abordando un pro-

1 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES ZONA DEL EURO EN 2010



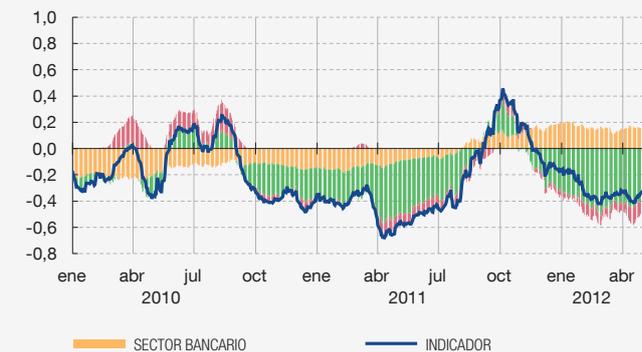
2 EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES A LA ZONA DEL EURO RESPECTO AL RESTO DEL MUNDO (b)



3 ESTADOS UNIDOS. ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS (f)



4 REINO UNIDO. ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS (f)



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

- a CEI: Comunidad de Estados Independientes.
- b Un signo positivo indica que las exportaciones a la zona del euro crecen más que las exportaciones al resto del mundo.
- c Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
- d Bulgaria, República Checa, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia y Rumanía.
- e Corea, India, Indonesia y Tailandia.
- f Un aumento del índice refleja una mayor tensión en los mercados financieros. Datos diarios. El indicador se compone de una media simple de tres subíndices referidos al sector bancario (diferencial de los tipos de interés de la deuda pública a uno y diez años, diferencial entre el interés de las letras del Tesoro y *repo* a tres meses, e índice bursátil bancario); mercado de valores (diferencial de los bonos corporativos, índice bursátil general y volatilidad implícita del índice bursátil general); y tipo de cambio (volatilidad implícita del tipo de cambio efectivo real).

ceso de especialización derivado del nuevo entorno financiero global, lo cual podría suponer el abandono de ciertas líneas de negocio y, por tanto, de inversiones en determinadas zonas; sin embargo, esto no es algo exclusivo de las entidades europeas ni que se derive de la crisis de deuda soberana. Por último, las entidades europeas están soportando un encarecimiento de los fon-

dos captados en los mercados internacionales con los que financia parte de sus operaciones en otras zonas. Esto está dando lugar a una reducción de su actividad en ciertos segmentos, como el del crédito al comercio internacional, que está siendo aprovechado por competidores asiáticos o estadounidenses para sustituir a las entidades europeas y ganar cuota de mercado.

La recuperación de las economías avanzadas es particularmente lenta, dado el ajuste interno en curso...

Al margen de los problemas del área del euro, la fragilidad que ha mostrado el proceso de recuperación en las economías avanzadas desde la salida de la crisis refleja la persistente debilidad de sus demandas internas. Esta debilidad es consecuencia, a su vez, del proceso de corrección de los desequilibrios acumulados, necesario, en todo caso, para alcanzar un crecimiento sólido y sostenible (como se analiza en la sección 4 de este capítulo).

... que se refleja en una persistente debilidad de los mercados laborales y de las demandas internas

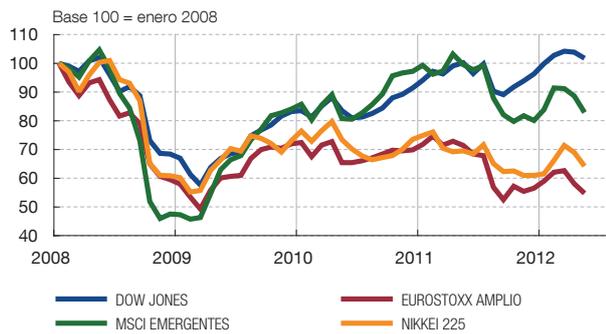
Los procesos de ajuste interno en las economías avanzadas propiciaron, junto a la falta de consolidación de la demanda interna, una débil recuperación de los mercados laborales, reflejada en el bajo crecimiento del empleo (véase gráfico 3.3) y de las rentas salariales. Esta situación contrasta con el dinamismo del empleo en las economías emergentes. En Estados Unidos se produjo un bache en la creación de empleo a mediados de 2011, que se superó hacia el final del ejercicio, cuando la tasa de paro bajó hasta el 8,5 % y la creación de empleo se consolidó en tasas moderadas. No obstante, la contención de los salarios y la baja tasa de participación limitan el efecto expansivo sobre el consumo privado. En el Reino Unido, donde el mercado de trabajo había mostrado un comportamiento satisfactorio en la salida de la crisis, se registró un notable empeoramiento en la segunda mitad del año, cuando la tasa de desempleo se elevó al 8,4 %, mientras que los salarios reales seguían cayendo. En Japón, por último, se apreció una cierta resistencia del mercado laboral hasta el último trimestre y la tasa de paro cerró el año en el 4,5 %.

La inflación osciló a lo largo del ejercicio, siguiendo la evolución de los precios de las materias primas, mientras que las tasas subyacentes aumentaron paulatinamente

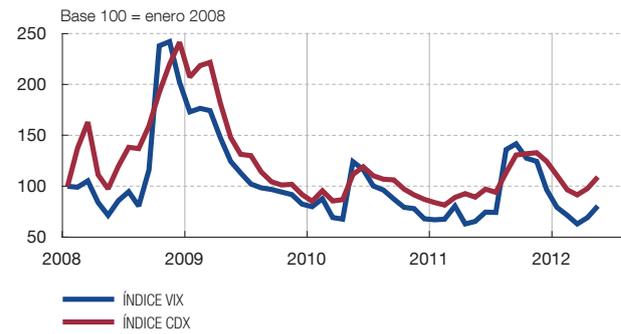
Las presiones inflacionistas se incrementaron gradualmente hasta finales del verano, especialmente en las economías emergentes, y a partir de entonces comenzaron a remitir, en línea con la desaceleración de la actividad económica —en un contexto donde aún se mantienen amplias brechas de producción en las economías avanzadas (véase gráfico 3.3)— y la corrección de los precios de las materias primas (véase gráfico 3.6). Efectivamente, estos últimos, tras mantener una tendencia alcista durante el primer semestre de 2011, impulsados por la demanda procedente de los países emergentes y por el impacto de las tensiones políticas en los países árabes sobre la oferta de petróleo, pasaron a mostrar una tónica descendente en el último trimestre del año, con la excepción del petróleo, cuyo precio se ha visto impulsado, sobre todo, por factores de oferta. A lo largo de 2011, destacó, por un lado, el abaratamiento de los metales (16,6 %) y, por otro, el encarecimiento del petróleo Brent (14,4 %). En 2012, a inicios del año, los precios del petróleo y de los metales experimentaron un incremento que se ha corregido desde mediados de abril, mientras que los del resto de las materias primas tendieron a estabilizarse.

En Estados Unidos, la inflación alcanzó el 3 % interanual al final de 2011, ligeramente por encima de la UEM (2,7 %), mientras que en Japón se mantuvo en tasas negativas. Por el contrario, en el Reino Unido, terminó el año en el 4,2 %, habiendo superado el 5 % en septiembre, pese a la debilidad de la demanda, afectada por una sucesión de perturbaciones temporales, como el aumento de la imposición indirecta y de los precios del petróleo.

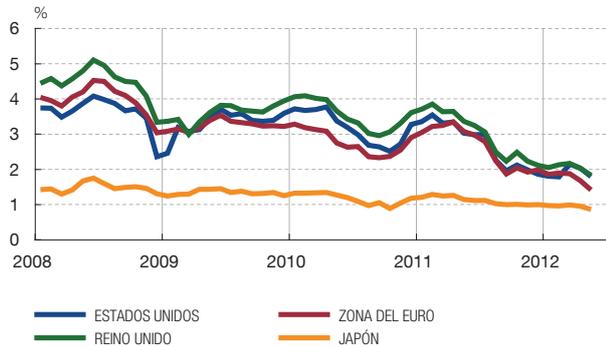
ÍNDICES BURSÁTILES



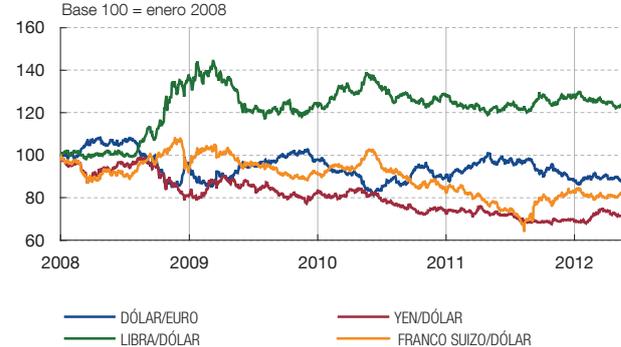
VOLATILIDAD BURSÁTIL Y RIESGO DE CRÉDITO (a)



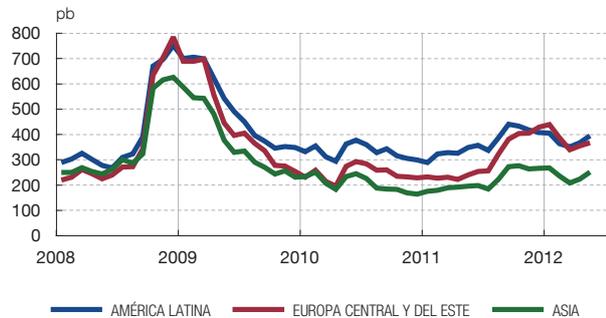
TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES



DIFERENCIALES DE LA DEUDA SOBERANA (b)



ESTADOS UNIDOS: ÍNDICES DE RIESGO DE CRÉDITO



FUENTES: Datastream , Bloomberg y Banco de España.

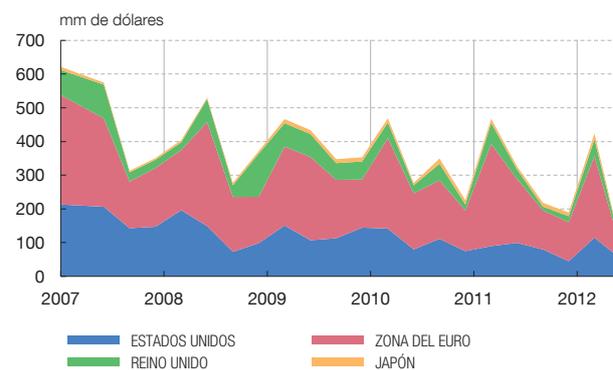
- a Índice VIX (volatilidad bursátil del índice Standard & Poors 500) e índice de riesgo de crédito CDX Investment Grade de Estados Unidos a cinco años.
- b EMBI+ para América Latina y EMBI Global para Asia y Europa Central y del Este.
- c Bonos corporativos industriales. Diferenciales frente a swaps.

En las economías emergentes, la inflación agregada terminó el año en el 5,4 % interanual, aunque en una senda descendente, por la fortaleza de la demanda privada y el mayor peso de los alimentos y de la energía en sus cestas de consumo, aunque los subsidios tienden a mitigar las fluctuaciones en los precios finales. Por regiones, la inflación al final del año alcanzó el 7,1 % en América Latina, el 4,8 % en Asia emergente y el 5,8 % en Europa emergente, aunque con importantes diferencias por países dentro de cada una de ellas. La inflación subyacente se incrementó paulatinamente en la mayoría de los países a lo largo de 2011 —casi 1 pp para el conjunto de economías avanzadas—, aunque se mantuvo por debajo de la cota de 2008 y las expectativas de inflación permanecieron bien ancladas. Cabe señalar que la tendencia a la moderación de la inflación se ha prolongado

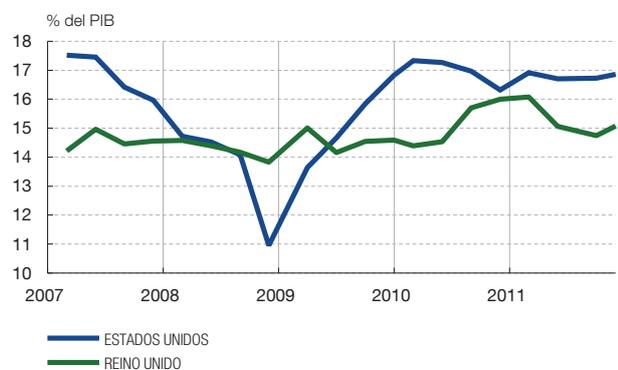
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



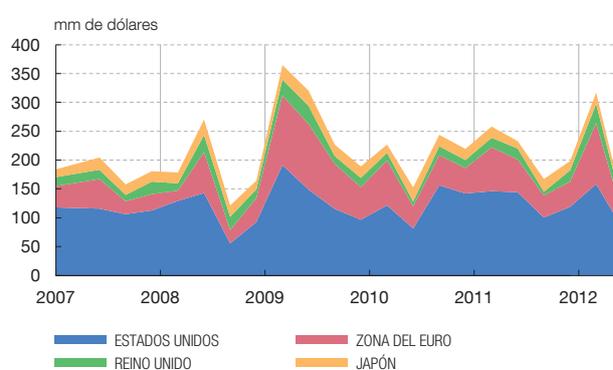
EMISIONES DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO



BENEFICIOS DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO (a)



EMISIONES DE DEUDA (EXCLUIDAS TITULIZACIONES), SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO



FUENTES: Datastream y Dealogic.

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

en los primeros meses de 2012, por el efecto base derivado del encarecimiento de las materias primas en el primer semestre de 2011. En marzo, la inflación se situaba en el 2,3 % en las economías avanzadas y en el 4,6 % en las emergentes.

3 Políticas económicas

En 2011, las políticas económicas en las economías avanzadas continuaron subordinadas a la gestión de la crisis y sus consecuencias, mientras que en las economías emergentes adoptaron un carácter más conforme con su evolución cíclica.

3.1 ECONOMÍAS AVANZADAS

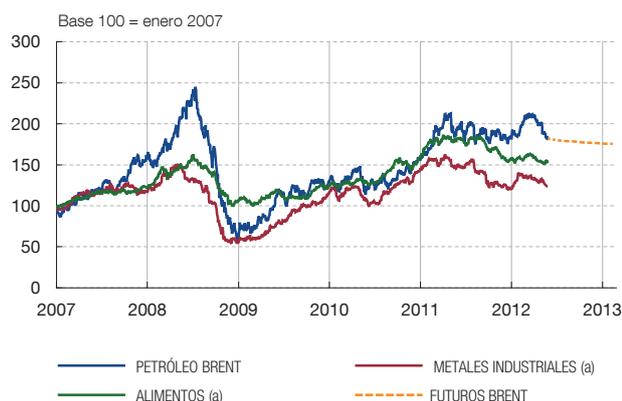
En las economías avanzadas, el margen de las políticas expansivas es cada vez más reducido

En las economías avanzadas, el espacio para la aplicación de políticas de apoyo a la actividad es, en general, cada vez más reducido. El agotamiento del margen de actuación es particularmente claro en el caso de las políticas fiscales, que en 2011 adoptaron, salvo alguna excepción, un tono contractivo, aunque con intensidades muy diferentes. Por su parte, las políticas monetarias profundizaron su carácter expansivo, instrumentado con medidas no convencionales. También se mantuvo el pulso de las políticas regulatorias y de apoyo al sector financiero, orientadas cada vez más a garantizar la estabilidad en el largo plazo.

Las políticas monetarias acentuaron su tono expansivo en 2011, instrumentado a través de nuevas medidas no convencionales

Las políticas monetarias de las principales economías avanzadas experimentaron un giro expansivo adicional en 2011, cuando solo el área del euro y algunos países escandinavos subieron tipos en la primera parte de 2011, aunque los redujeron después. Los bancos centrales de Estados Unidos, el Reino Unido y Japón mantuvieron los tipos de interés oficiales en niveles próximos a cero y adoptaron medidas no convencionales

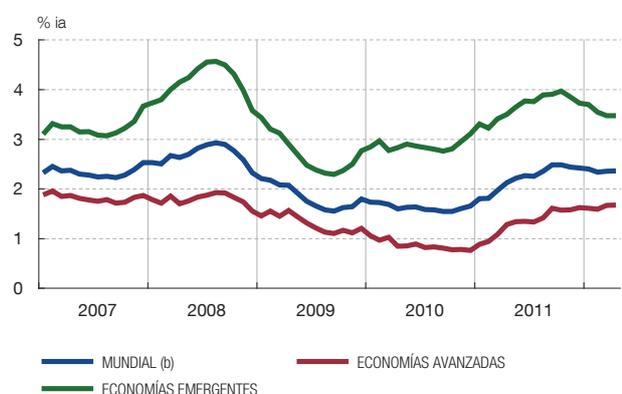
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



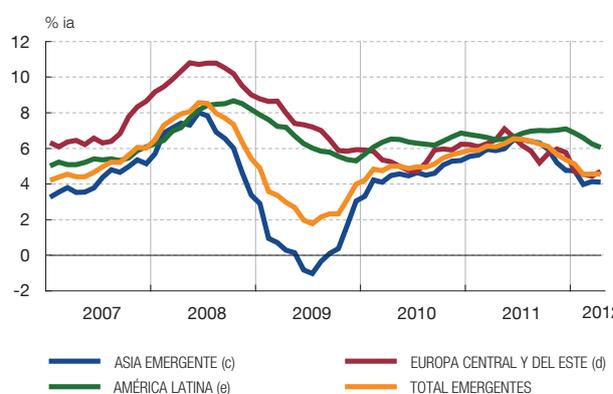
PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS AVANZADAS. ÍNDICE GENERAL



PRECIOS DE CONSUMO. ÍNDICE SUBYACENTE



PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS EMERGENTES. ÍNDICE GENERAL

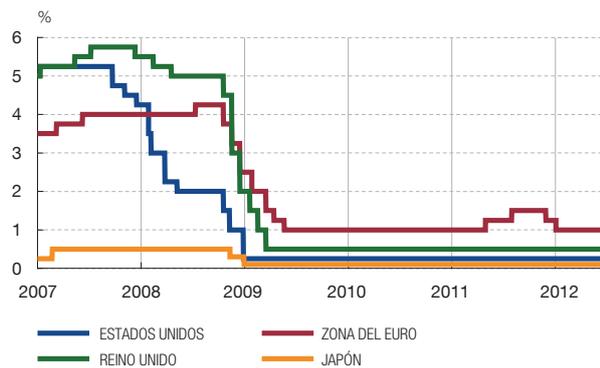


FUENTES: Datastream.

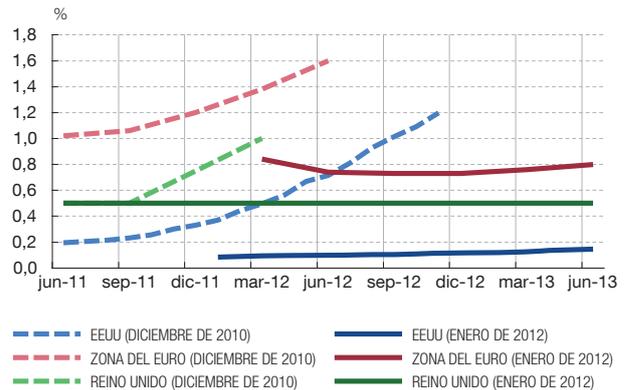
- a Índices Commodity Research Bureau (CRB).
- b Agregado calculado a partir de datos de 45 países, que representan el 83 % del PIB mundial.
- c China, Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán.
- d Bulgaria, República Checa, Croacia, Hungría, Letonia, Lituania,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

adicionales, que dieron lugar a nuevas expansiones de sus balances (véanse gráfico 3.7 y recuadro 3.2). Entre estas medidas no convencionales, ha habido ampliaciones de los programas de compras de activos —como las dos realizadas por el Banco de Inglaterra por una cuantía conjunta de 125 mm de libras— y cambios en la composición de los balances. El objetivo de estas medidas es restablecer el funcionamiento de ciertos segmentos de los mercados financieros y apoyar la expansión del gasto nominal mediante la reducción de los costes de financiación a medio y largo plazo, principalmente. Por otra parte, la duración esperada del período de tipos de interés oficiales próximos a cero se ha ido ampliando. En particular, en Estados Unidos, se espera el mantenimiento de los niveles excepcionalmente reducidos hasta finales de 2014, prolongándolo por un período superior al de la experiencia japonesa de tipos nulos (entre 2001 y 2006). Esta expectativa se deriva, en parte, de la nueva estrategia de comunicación de la Reserva Federal, que le ha llevado a cuantificar su objetivo de inflación a largo plazo —un 2 % interanual, medido sobre el índice de precios de gasto de consumo personal— y a publicar la senda prevista de tipos oficiales a tres años vista. En Japón, el banco central aumentó la provisión de liquidez, creó nuevas facilidades de crédito y, a comienzos de 2012, concretó su objetivo de estabilidad de precios a medio

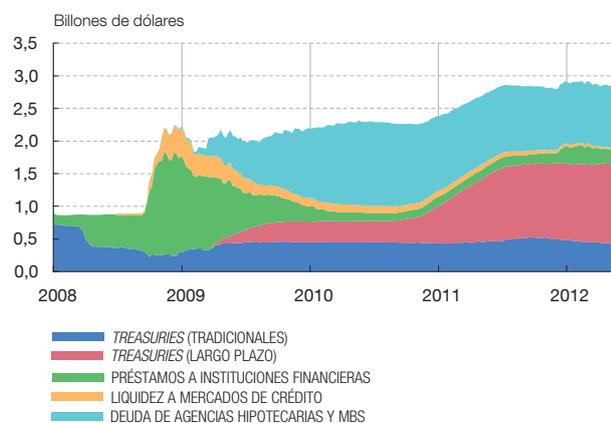
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



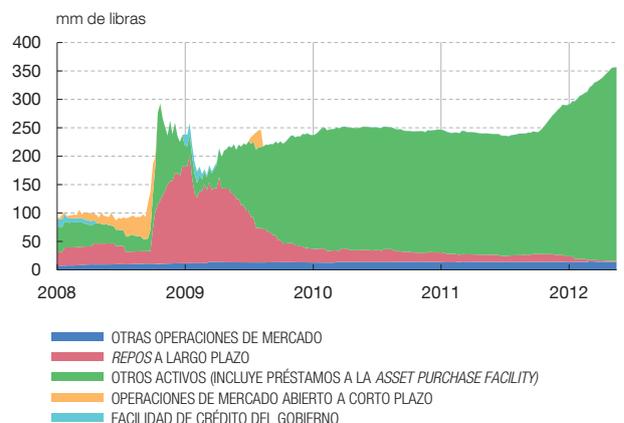
EXPECTATIVAS DE TIPOS OFICIALES



ACTIVOS DE LA RESERVA FEDERAL



ACTIVOS DEL BANCO DE INGLATERRA



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

plazo, como un crecimiento del IPC igual o inferior al 2 % interanual, estableciendo como objetivo más inmediato un aumento del 1 %. Por último, cabe reseñar las intervenciones esporádicas en los mercados cambiarios de Japón —incluyendo una acción coordinada con el G 7 tras el *tsunami*, la primera en más de una década— para frenar la volatilidad y la apreciación del yen, que se tradujeron en una fuerte acumulación de reservas.

En 2011, las políticas fiscales mantuvieron un tono restrictivo, salvo en Japón

En 2011, los saldos de las cuentas públicas ajustados por el ciclo siguieron registrando un elevado déficit, aunque tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido se redujeron —en 0,6 % y 1,5 % del PIB, respectivamente—, lo que imprime un tono contractivo a sus políticas fiscales (véase gráfico 3.8). Por el contrario, en Japón el tono fue expansivo, debido a los gastos de reconstrucción tras el terremoto. Por otro lado, se siguieron apreciando notables divergencias en las estrategias de consolidación aplicadas en las diferentes áreas (véase también la sección 4.1). En Estados Unidos y en Japón se ha optado por una estrategia retardada de avance hacia la sostenibilidad fiscal, posponiendo el proceso de consolidación para moderar el impacto sobre la producción y el empleo. En el Reino Unido, se introdujo un ambicioso programa de austeridad fiscal, que se suavizó en noviembre —retrasando dos años el objetivo de equilibrar el saldo estructural, hasta el ejercicio 2016-2017—, dada la evidente debilidad de la economía británica. Por otra parte, y en buena medida por la presión ejercida por los mercados financieros, numerosas economías

El agotamiento del margen de actuación a través de los instrumentos tradicionales de política monetaria, una vez que los tipos de interés oficiales alcanzaron niveles próximos a cero, ha llevado a los bancos centrales de las principales economías avanzadas a activar una amplia batería de medidas no convencionales, en un contexto de persistente fragilidad económica y financiera. Entre esas medidas, destacan las operaciones extraordinarias de liquidez y financiación a largo plazo, los programas de compras de activos a gran escala y los cambios de composición del balance (en el marco de estrategias de expansión cuantitativa o crediticia¹). Los objetivos perseguidos pueden ser la vuelta al funcionamiento de ciertos mercados, el mantenimiento de la estabilidad financiera, la reducción de costes de financiación y la expansión del gasto nominal. Su uso ha sido generalizado entre los bancos centrales, si bien en Estados Unidos y en el Reino Unido se han aplicado con mayor intensidad, en especial los programas de compras de activos (véase gráfico 3.7 del texto principal).

La Reserva Federal anunció una estrategia de expansión crediticia (*credit easing*) en noviembre de 2008, cuando se comprometió a adquirir 600 mm de dólares en deuda de agencias y titulizaciones hipotecarias (MBS, *mortgage-backed securities*) respaldadas por agencias con el fin de facilitar el funcionamiento de esos segmentos de mercado. En marzo de 2009, amplió el volumen de esta operación en 850 mm de dólares, y comenzó, además, una estrategia de expansión monetaria (*quantitative easing*), con la compra de 300 mm de dólares en bonos del Tesoro. En una segunda etapa, en noviembre de 2010, la expansión cuantitativa se amplió, mediante la decisión de comprar 600 mm de dólares adicionales de bonos del Tesoro. En conjunto, las compras de títulos ascendieron a 2,35 billones de dólares, equivalentes al 15,3 % del PIB. Con posterioridad, en septiembre de 2011, la Reserva Federal inició una estrategia de recomposición de su cartera de deuda pública, conocida como *Operation Twist*, consistente en sustituir títulos a corto plazo por otros a más largo plazo, con el fin de alargar el vencimiento medio de dicha cartera sin incrementar el tamaño del balance. Previamente, en agosto, había decidido mantener estable su cartera de MBS, mediante la reinversión de los títulos que vencieran en valores del mismo tipo.

Por su parte, el Banco de Inglaterra inició una expansión monetaria mediante un programa de compra de valores a largo plazo (*Asset Purchase Facility*, APF), en marzo de 2009. Entre marzo de 2009 y febrero de 2010, las compras se centraron en deuda pública, por un importe de 200 mm de libras. En octubre de 2011, se inició una segunda fase, que se ha completado en mayo de 2012

y que ha elevado el importe total de compras hasta los 325 mm de libras (23 % del PIB).

Los canales de transmisión de las compras de títulos por parte de un banco central a las variables financieras y macroeconómicas son múltiples (véase esquema adjunto). Por un lado, tienen un efecto directo sobre el precio de los activos adquiridos, al presionar a la baja su rentabilidad. La menor rentabilidad, junto con el incremento de la liquidez derivado de las compras, llevará a los inversores a recomponer sus carteras hacia otros activos, como acciones o bonos corporativos, cuyo precio también aumentará. Por otro lado, el anuncio de las compras tiene un papel señalizador de los objetivos de la autoridad monetaria, que afectará a las expectativas de tipos en los distintos horizontes, así como al tipo de cambio². Además, especialmente en el caso de estrategias de expansión crediticia, estas operaciones pueden proporcionar soporte a mercados específicos en situación de estrés, dotándoles de liquidez. El aumento de los precios de los activos repercute, a su vez, en una recuperación de la riqueza, lo que, unido a la reducción de los costes de financiación, impulsará el gasto en consumo e inversión y, en último término, el PIB y el empleo. Todo ello favorecerá una mejora de las perspectivas económicas y de la confianza de empresas y consumidores, siempre que los mecanismos de salida de estas expansiones sean creíbles y las expectativas de inflación se mantengan ancladas. En último término, la inyección de liquidez en la economía inducirá también un incremento de la oferta de crédito, dada la mejora del clima económico.

La valoración del impacto económico de los programas de compras de activos es compleja, ya que es difícil aislar su efecto del de otros factores. Además, para comparar su efectividad entre países, hay que tener en cuenta el tamaño relativo de los programas. En el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal elevó su participación en el mercado de bonos del Tesoro en 8,9 pp, hasta el 16,6 % del saldo en circulación, a finales de 2011; asimismo, pasó a mantener el 19,1 % del saldo en circulación de la deuda y MBS respaldados por agencias. En el Reino Unido, tras la finalización de la primera ronda de expansión cuantitativa, el *stock* de bonos públicos en la cartera del banco central representaba el 22 % del total del saldo en circulación, porcentaje que se ha elevado hasta el 32 % en mayo. Diversos estudios ofrecen estimaciones del impacto de estos programas sobre variables financieras y macroeconómicas (véase cuadro adjunto). Para el caso de la expansión crediticia y la primera fase de la expansión cuantitativa en Estados Unidos, algunos resultados apuntan a un impacto a la baja sobre la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años de entre 30 pb y 80 pb, mientras que, en el caso de los bonos y MBS de agencia, la caída estaría en el entorno de 150 pb y 110 pb, respectivamente, si bien el impacto habría sido mínimo en los segmentos del mercado MBS no respaldados por agencias. De acuerdo con otros trabajos, las compras también habrían incidido

1 La expansión cuantitativa consiste en el aumento del tamaño del balance del banco central mediante una compra de valores financiada con una expansión de las reservas bancarias. Dado que el objetivo es inyectar dinero en la economía para impulsar el gasto nominal, el punto clave de esta estrategia está en la forma en que se financia la expansión del balance. Por el contrario, el foco de la expansión crediticia es la composición del activo del balance del banco central.

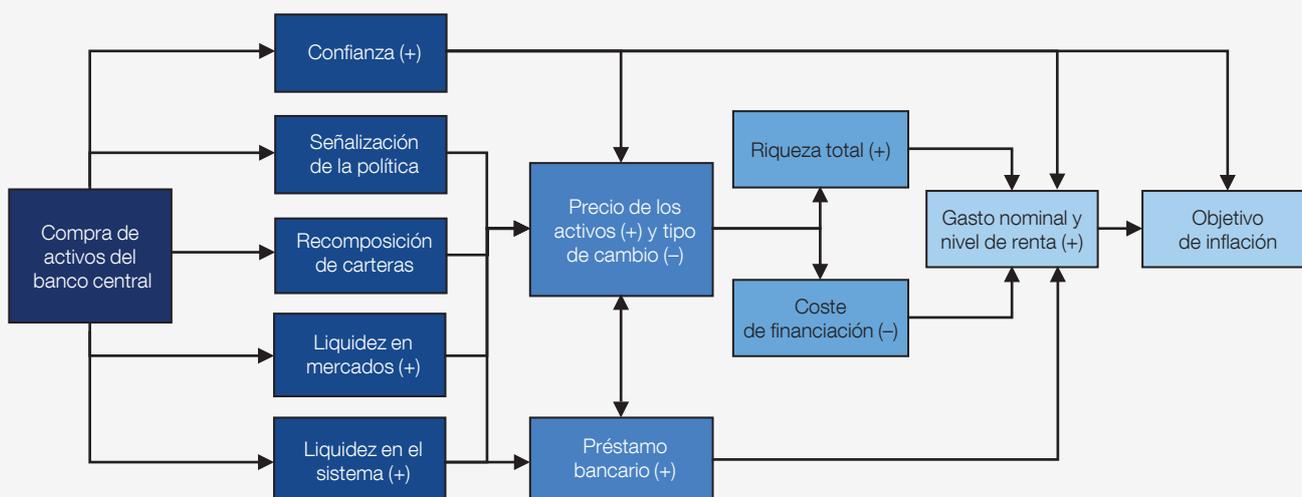
2 En la medida en que los inversores decidan invertir en activos denominados en moneda extranjera, parte del efecto sobre el tipo de cambio se producirá a través de la recomposición de carteras.

sobre la estructura de tipos de interés, reduciendo los tipos a diez años e incrementando los de corto plazo³. Finalmente, se estima que el dólar se depreció entre un 3,6% y un 10,8%, dependiendo de

la moneda de contrapartida, entre los dos días previos y los dos posteriores al anuncio de las compras. En el caso del Reino Unido, la evidencia empírica sugiere que la primera fase de la APF redujo de forma significativa e inmediata los tipos de interés de la deuda pública en torno a 100 pb, así como los de los bonos corporativos en general, reflejando un efecto recomposición de los balances. Además, el nivel del PIB real habría aumentado entre 1,5 pp y 2 pp, y la

3 Véase J. Hamilton y J. C. Wu (2011), *The effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment*, Working Paper, n.º 16.956, abril, National Bureau of Economic Research.

CANALES DE TRANSMISIÓN DE LOS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS



IMPACTO DE LOS PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS (a)

Variables financieras	Estados Unidos	Reino Unido
Rentabilidad bonos del Tesoro a largo plazo	Reducción de entre 30 pb y 100 pb (b). Sack (2009), Gagnon <i>et al.</i> (2011), y Neely (2011)	Reducción de 100 pb. Joyce <i>et al.</i> (2011a)
Rentabilidad bonos y MBS de agencia	Reducción de 150 pb y 110 pb, respectivamente. Gagnon <i>et al.</i> (2011)	—
Rentabilidad bonos corporativos (grado de inversión)	Reducción de 70 pb. Gagnon <i>et al.</i> (2011)	Reducción de 70 pb. Joyce <i>et al.</i> (2011a)
Rentabilidad bonos corporativos (<i>high yield</i>)	—	Reducción de 150 pb. Joyce <i>et al.</i> (2011a)
Tipo de cambio	Depreciación del 3,6% al 10,8%, dependiendo de la moneda de contrapartida. Neely (2011)	Depreciación efectiva del 4%. Joyce <i>et al.</i> (2011a)
Variables macroeconómicas		
PIB	Incremento del 0,4% de manera persistente. Chen <i>et al.</i> (2011)	Incremento de 1,5 pp a 2 pp. Joyce <i>et al.</i> (2011b), Kapetanios <i>et al.</i> (2012) y Bridges y Thomas (2012)
IPC	Muy reducido. Chen <i>et al.</i> (2011)	Aumento de 0,75 pp a 1,5 pp. Joyce <i>et al.</i> (2011b), Kapetanios <i>et al.</i> (2012) y Bridges y Thomas (2012)

FUENTES: Banco de España; Banco de Inglaterra; J. Bridges y R. Thomas (2012), *The impact of QE on the UK economy — some supportive monetarist arithmetic*, Bank of England Working Paper n.º 442; H. Chen, V. Cúrdia y A. Ferrero (2011), «The macroeconomic effects of Large-Scale Asset Purchase Programs», *Staff Report*, n.º 527, diciembre, Federal Reserve Bank of New York; J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache y B. Sack (2011), «Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did they work?», *Economic Policy Review*, mayo, Federal Reserve Bank of New York; M. Joyce, A. Lasasosa, I. Stevens y M. Tong (2011a), «The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom», *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n.º 3, pp. 113-161; M. Joyce, A. Lasasosa, I. Stevens y M. Tong (2011b), «The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact», *Quarterly Bulletin*, vol. 51, n.º 3, marzo, Bank of England; G. Kapetanios, H. Mumtaz, I. Stevens y K. Theodoridis (2012), *Assessing the economy-wide effects of quantitative easing*, Bank of England Working Paper n.º 443; C. Neely (2011), *The Large-Scale Asset Purchases had large international effects*, Working Paper n.º 2010-018C, enero, Federal Reserve Bank of St. Louis, y B. Sack, (2009), «The Fed's expanded balance sheet», discurso pronunciado en la Money Marketeers de New York University, diciembre.

a En el caso de las variables financieras, el impacto se refiere al efecto sobre dichas variables en torno a las fechas de los anuncios de compras, salvo indicación contraria. Para el Reino Unido, se refiere al impacto de la primera ronda de impulso cuantitativo.
b Corresponde al impacto estimado hasta marzo de 2010.

inflación, entre 0,75 pp y 1,5 pp. Estas cifras serían equivalentes a una reducción del tipo de interés oficial de entre 150 pb y 300 pb.

En resumen, la evidencia disponible indica que los programas de compras de activos han favorecido la reducción de los costes de financiación y han contribuido al sostenimiento del gasto nominal, aunque también hay indicios de que su efectividad puede ser decreciente en el tiempo. Por otra parte, los programas de compras de activos plantean algunos riesgos que hay que tener en cuenta. Primero, el aplanamiento de la curva de tipos puede frenar el necesario proceso de desapalancamiento —tanto público como privado—, reducir el margen de negocio de la banca y retrasar el saneamiento de sus balances. En segundo lugar, la expectativa de que los bancos centrales intervengan en el sistema de forma persistente puede exacerbar el riesgo moral y fomentar la toma excesiva de riesgos; además, un papel dominante de los bancos centrales podría terminar sustituyendo, en parte, la función de intermediación financiera que corresponde al sector privado. También pueden aparecer costes en términos de menor credibilidad de la política monetaria, especialmente en un contexto de fragilidad de las finanzas públicas. Por últi-

mo, la propia estrategia de salida plantea retos, sobre todo si la retirada de los estímulos extraordinarios tuviera que realizarse precipitadamente. Por ello, es necesario que la política de comunicación del banco central sea transparente, y señalice claramente los objetivos y la instrumentación de la estrategia de salida⁴.

En todo caso, aun con estas cautelas, existe un elevado consenso sobre la contribución decisiva de este conjunto de medidas monetarias extraordinarias a la preservación de la estabilidad financiera, al facilitar la obtención de financiación del sistema bancario, mitigando, por tanto, sus problemas de liquidez y permitiendo que el necesario proceso de desapalancamiento del sistema bancario discurra en un escenario de menores tensiones.

4 Véanse Hervé Hannoun (2012), «Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy», discurso ante la *47th SEACEN Governors' Conference*, Seoul, 13 y 14 de febrero; y Masaaki Shirakawa (2012), presentación en la conferencia «Central Banking: Before, During, and After the Crisis», organizada por la Federal Reserve Board y el *International Journal of Central Banking*.

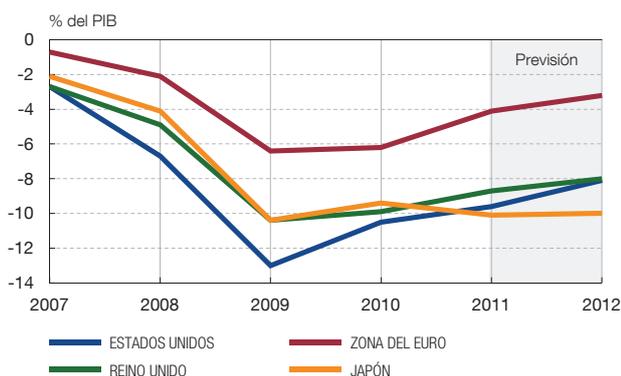
europas continentales mantuvieron estrictos planes de saneamiento de las finanzas públicas. La disparidad de estrategias es consecuencia tanto del distinto margen de manobra fiscal como de la diferencia de posiciones en el debate entre consolidación y crecimiento y, en última instancia, de cómo perciben los mercados la capacidad de cada economía para afrontar los desafíos fiscales a medio plazo.

Un elemento destacado en el ámbito fiscal fue el enconado debate político en Estados Unidos sobre la forma de reducción del déficit público en el medio plazo —vía mayores impuestos o menor gasto—, que alcanzó la máxima tensión durante el verano —en paralelo con el recrudecimiento de la crisis en el área del euro— y contribuyó al clima de elevada incertidumbre. La ardua negociación sobre la ampliación del límite de la deuda (que propició la pérdida de la máxima calificación crediticia de Estados Unidos por parte de Standard & Poors, en agosto) se saldó con un acuerdo que implica recortes generales de gasto en los próximos diez años y aumentos impositivos a partir de 2013, con incidencia negativa sobre el crecimiento a partir de ese año. Sin embargo, el debate entre los dos partidos políticos mayoritarios no está cerrado, pues quedan por determinar las medidas que se deben aplicar para cumplir el acuerdo, y las posiciones se mantienen muy alejadas.

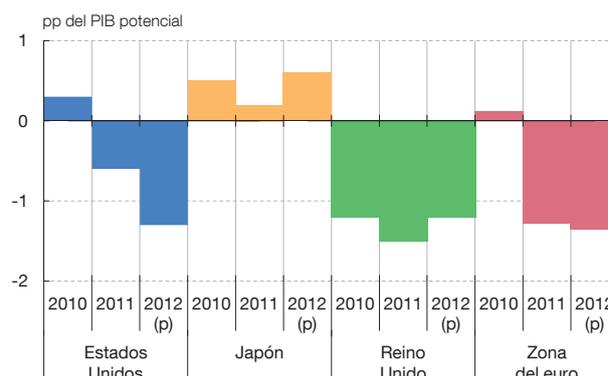
La reforma de la regulación financiera siguió avanzando a buen ritmo

Las políticas del sector financiero siguieron avanzando a buen ritmo, como muestra la puesta en marcha de los cambios regulatorios acordados tras la crisis financiera; entre ellos, los nuevos acuerdos de Basilea y otras recomendaciones del Comité de Estabilidad Financiera (FSB, según sus siglas en inglés), a los que se han añadido importantes iniciativas de reforma a nivel nacional. El activismo en esta área responde a la necesidad de avanzar en el establecimiento de un marco regulatorio que solvente los fallos de la regulación anterior a la crisis, con el fin de reforzar la estabilidad financiera. El despliegue de estas reformas está teniendo consecuencias en términos de redimensionamiento del

SALDO FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO



IMPULSO FISCAL SOBRE EL SALDO ESTRUCTURAL (2010-2012)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

NOTA: (p) significa previsión.

sector financiero y del modelo de negocio de las entidades, que podrían incidir en las condiciones de financiación y en la disponibilidad de crédito. Las iniciativas destinadas a restringir las actividades financieras en las que pueden intermediar las entidades de depósito —como la Volcker Rule, en Estados Unidos, o las propuestas de la Comisión Independiente Bancaria del Reino Unido— también podrían afectar a las condiciones y a la oferta de crédito. El refuerzo de los requerimientos de capital a los bancos europeos decidido en 2011, en el contexto de la crisis soberana, iría en esa dirección, aunque hay escasa evidencia de su impacto fuera del área del euro (véase recuadro 3.1).

3.2 ECONOMÍAS EMERGENTES

El endurecimiento de las políticas monetarias, como respuesta a las presiones inflacionistas del comienzo del año, se detuvo con las turbulencias del verano

En la primera mitad de 2011, las estrategias de política económica en las regiones emergentes siguieron orientadas a la retirada gradual de los estímulos introducidos para salir de la crisis. Las políticas monetarias se endurecieron ante las presiones inflacionistas, derivadas del avance de la actividad a tasas superiores al potencial, del repunte de los precios de los alimentos y de las fuertes entradas de capitales, que aumentaban los riesgos de recalentamiento. Estos flujos presionaron también hacia la apreciación de los tipos de cambio, reproduciendo los dilemas de política monetaria de 2010: elevar los tipos de interés para contener el repunte de la inflación y el recalentamiento de la economía, o mantenerlos para desincentivar las entradas de capitales y reducir la presión sobre el tipo de cambio. Las autoridades afectadas volvieron a abordar este reto con una combinación de instrumentos: incrementos de tipos de interés, elevaciones de los coeficientes de caja, apreciaciones controladas y acumulación de reservas, a la par que adoptaron medidas administrativas y de corte macroprudencial, e incluso controles de capitales, de manera cada vez más extendida. Esta estrategia se tradujo en elevaciones de los tipos de interés en Asia, en la mayoría de los países de América Latina y en alguno de Europa emergente, pero sin alcanzar los niveles previos a la crisis (véase gráfico 3.9).

A partir del verano, ante el deterioro del entorno económico y financiero global, algunas economías emergentes —en particular, Brasil— relajaron sus políticas monetarias con el fin de apoyar el crecimiento, ayudadas por una cierta moderación de la inflación. También se revirtieron, más o menos intensamente, las medidas complementarias mencionadas. Con el nuevo año, los flujos de capitales volvieron a entrar con fuerza, aunque en un entorno más benigno de inflación, de forma que las políticas monetarias no han retomado, salvo alguna excepción, el tono contractivo.

Los tipos de cambio tendieron a depreciarse marginalmente en términos efectivos reales

Los tipos de cambio de las economías emergentes experimentaron, en general, depreciaciones en términos efectivos reales en el conjunto de 2011 (véase gráfico 3.9), pues la corrección de la segunda parte del año más que compensó la tendencia apreciadora previa. La principal excepción fue China, cuya moneda, el renminbi, se apreció un 4,9 % frente al dólar a lo largo de 2011, y un 6,2 % en términos efectivos reales. El aumento de las reservas internacionales de los países emergentes fue inferior al de 2010, aunque se ha reactivado a comienzos de 2012.

Las políticas fiscales adoptaron un tono contracíclico, pero no lo suficientemente restrictivo

En 2011, las políticas fiscales de las economías emergentes se endurecieron respecto a 2010, aunque puede argumentarse que no fueron lo suficientemente restrictivas, dadas las brechas de producto positivas en muchos países. El déficit ajustado por el ciclo se redujo 1,2 pp, hasta situarse en el 2,3 % del PIB. En América Latina, los saldos primarios estructurales mejoraron, apuntando a un tono contractivo y, por tanto, contracíclico de las políticas fiscales. Sin embargo, el gasto siguió incrementándose a tasas elevadas —apoyado en los ingresos de exportación de materias primas en algunas economías—, los márgenes fiscales consumidos durante la crisis no se han recuperado, y en algunos países, como Argentina, la situación fiscal se deterioró notablemente. En Europa emergente, la política fiscal adoptó una orientación más contractiva, en línea con los objetivos de los programas de convergencia y con las mayores restricciones de financiación, de forma que el déficit promedio pasó del 6,4 % del PIB en 2010 al 3,5 % en 2011. En Asia, donde la situación de las finanzas públicas es más holgada, los saldos fiscales también mejoraron. En todo caso, la situación fiscal relativamente saneada y la capacidad de financiación otorgan a muchos de estos países un cierto margen de maniobra para el futuro.

4 Ajustes internos y externos. La coordinación internacional de políticas

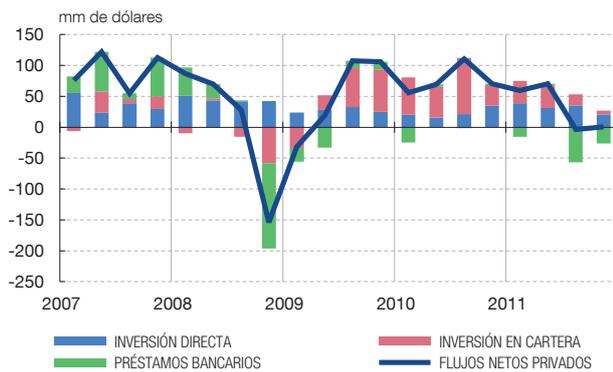
Durante 2011, las principales economías avanzadas siguieron ajustando los desequilibrios internos heredados tras la crisis financiera. En concreto, se observaron progresos en los procesos de reducción del endeudamiento del sector privado —de forma notable, en algunos casos, pero desigual entre países y sectores—, en la lenta absorción de los excesos del mercado inmobiliario, y en el redimensionamiento y saneamiento de los sistemas bancarios. En cambio, los avances en términos de sostenibilidad de las cuentas públicas a medio y a largo plazo fueron escasos. En el ámbito externo, los desequilibrios globales por cuenta corriente se mantuvieron elevados en 2011, aunque con correcciones en algunos países, y se produjo una pausa en la recuperación de los flujos brutos de capitales.

4.1 AJUSTES INTERNOS

El elevado endeudamiento de hogares y empresas se ha reducido significativamente en Estados Unidos y en el Reino Unido

El ajuste a la baja de los elevados niveles de deuda de hogares y empresas que se habían alcanzado en las principales economías avanzadas ha sido significativo en Estados Unidos y en el Reino Unido desde mediados de 2009 (véase gráfico 3.10). En Estados Unidos, la ratio de endeudamiento de hogares y empresas ha registrado un descenso de casi 20 pp del PIB desde entonces, situándose en el 162 %. En el Reino Unido, el ajuste ha sido de 21 pp, hasta el 204 % del PIB. Por sectores institucionales, la reducción de la deuda de los hogares fue más marcada en Estados Unidos, mientras que, en el Reino Unido, el ajuste fue mayor en el sector empresarial. Los factores que explican la rebaja de las ratios de deuda privada difirieron en cada caso (véase recuadro 6.1): mientras que en el Reino Unido la inflación tuvo una contribución relativamente más importante, en Estados Unidos el desendeudamiento se basó en mayor medida en el crecimiento económico y en los impagos de los hogares, asociados a la crisis hipotecaria. En todo caso, el proceso de desapalancamiento está siendo lento, en línea con lo observado históricamente y con el contexto de bajo crecimiento en el que se está desarrollando.

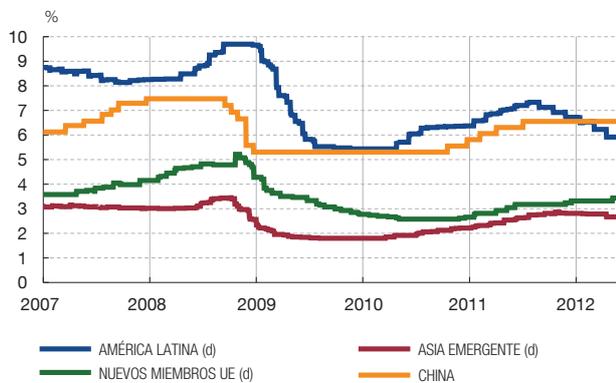
FLUJOS NETOS DE CAPITAL (a)



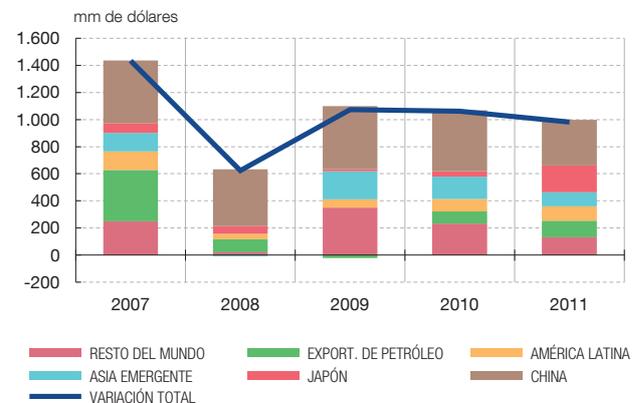
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES (b)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Bloomberg y Datastream.

- a Economías consideradas: Arabia Saudí, Argentina, Brasil, República Checa, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, México, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Venezuela.
- b Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
- c Áreas consideradas: América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), Asia emergente (Corea, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Taiwán) y Europa Central (República Checa, Hungría y Polonia).
- d Áreas consideradas: América Latina (Brasil, Chile, Colombia y México), Asia emergente (Corea, Filipinas, India, Indonesia, Tailandia y Taiwán), Europa Central (República Checa, Hungría y Polonia).

Los ajustes necesarios para estabilizar los ratios de deuda pública en la mayoría de los países avanzados son todavía muy cuantiosos

Pese a la mejora de los saldos fiscales en el último año, descrita en la sección 3.1, el endeudamiento público siguió aumentando y la sostenibilidad de las finanzas públicas en las principales economías avanzadas es todavía incierta (véase gráfico 3.10). Los planes de consolidación a medio plazo siguen sin concretarse en Estados Unidos y en Japón, donde el ajuste se ha subordinado a la recuperación de la actividad en el corto plazo. En estos países, la cuantía de los ajustes necesarios para estabilizar sus ratios de deuda es muy elevada (véase gráfico 3.10) y, en muchos otros, el ajuste fiscal previsto es insuficiente para estabilizar la ratio de deuda a medio plazo. Aunque algunos países han adoptado reformas estructurales y reglas fiscales con el objetivo de restaurar la confianza sobre las cuentas públicas, la concreción de planes creíbles de reducción de la deuda a medio plazo es cada vez más urgente, dados los altos niveles de endeudamiento público y los riesgos de subida de los tipos de interés, con el reto adicional que plantea, en muchos casos, el envejecimiento de la población.

El redimensionamiento del sector inmobiliario sigue su curso en Estados Unidos

El ajuste del sector inmobiliario —en términos de absorción del stock de viviendas sin vender, estabilización de los precios y contención de la morosidad— es un proceso también en curso en muchas economías. En Estados Unidos, tras seis años de ajuste, el

y en el Reino Unido, y hay indicios de que podría haber tocado fondo

Las entidades financieras continuaron el proceso de reducción de sus balances y de adaptación a las nuevas medidas regulatorias

El ajuste en curso de estos desequilibrios tiende a restringir la financiación crediticia en la economía, aunque hay signos puntuales de reactivación en Estados Unidos

4.2 DESEQUILIBRIOS EXTERNOS

Los desequilibrios globales se redujeron ligeramente en 2011, aunque sigue siendo incierta qué proporción del ajuste tiene un carácter estructural

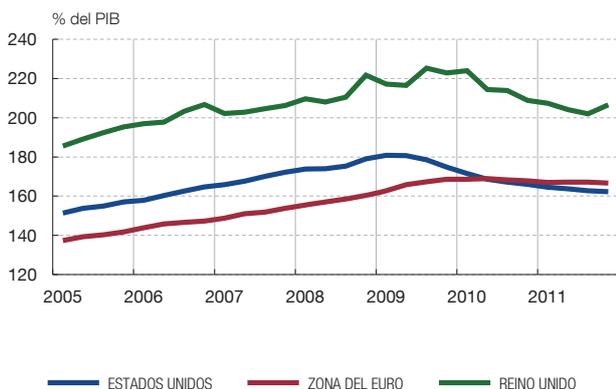
mercado inmobiliario se mantiene en niveles muy deprimidos. En 2011, la demanda de viviendas siguió estando condicionada por la debilidad de la renta disponible de las familias y las condiciones restrictivas en los mercados de financiación. Estos factores, unidos al elevado volumen de viviendas sin vender, explican la presión a la baja sobre los precios, que acumularon una caída del 34 % desde su máximo hasta finales del pasado año. No obstante, a lo largo del ejercicio, la mejora de las ventas permitió reducir el *stock* de viviendas sin vender y los programas de refinanciación hipotecaria contribuyeron a la contención de la morosidad, aunque no se detuvo la contracción del crédito hipotecario. En el Reino Unido, las ventas y los precios de la vivienda continuaron cayendo en 2011, aunque también se observó una ligera mejoría hacia el final del ejercicio, gracias a una leve recuperación tanto de la oferta como de la demanda (algo más intensa en el primer caso), mientras que el crédito hipotecario siguió estancado.

El proceso de saneamiento y redimensionamiento del sector financiero continuó a lo largo del año pasado, con la mejora de sus ratios de solvencia y la reducción de su apalancamiento financiero, para adecuarse al nuevo marco regulatorio (véase gráfico 3.10). Este proceso fue especialmente intenso en el caso de Estados Unidos, donde las pruebas de estrés en marzo de 2012 mostraron una imagen más sólida del sector. En este contexto, la rentabilidad de las entidades se mantuvo por debajo de los niveles anteriores a la crisis, lo cual explica el proceso de desinversión que se observó en las áreas de negocios que resultaban menos rentables. En la mayoría de las economías avanzadas, en 2011, las entidades de crédito continuaron dependiendo del apoyo público —tesoros y bancos centrales—, en un entorno de persistente mal funcionamiento de la financiación mayorista y de caída de las emisiones de renta fija del sector bancario (véase gráfico 3.5), especialmente en los segmentos de titulización, deuda sénior y papel comercial. En el Reino Unido, la situación bancaria está lejos de normalizarse, y el sector público mantiene participaciones elevadas en entidades importantes, si bien durante 2011 mejoraron los ratios de capital y se desplegaron medidas regulatorias destinadas a limitar la necesidad de apoyos públicos en el futuro.

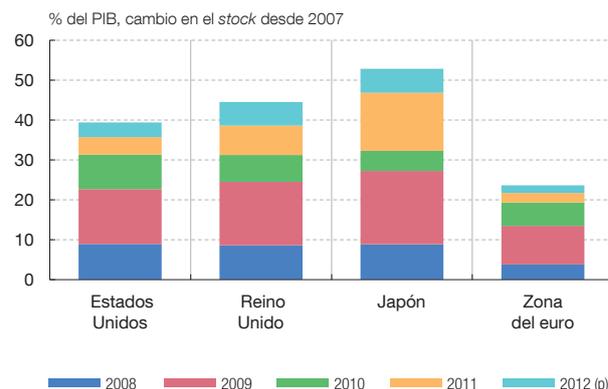
En definitiva, el redimensionamiento del sistema financiero, la necesaria reducción del endeudamiento del sector privado, la incertidumbre sobre las rentas futuras y la fragilidad financiera de los prestatarios son factores que tienden a reducir la financiación crediticia en la economía, en particular de la destinada a familias y pequeñas empresas, en un entorno general de elevada incertidumbre y con un sector inmobiliario deprimido (véase gráfico 3.5). No obstante, a lo largo de 2011 se observó una notable mejoría en el crédito no hipotecario de Estados Unidos —gracias al avance en la recapitalización del sector bancario y a la saneada situación patrimonial de su sector empresarial—, que situó su tasa de crecimiento en territorio positivo. El sector corporativo también disfrutó de un acceso en buenas condiciones a los mercados de capitales y de una amplia liquidez. Por el contrario, en otros países, como el Reino Unido, la aún frágil situación del sector financiero, la elevada exposición al área del euro y un escenario macroeconómico menos favorable estarían detrás del estancamiento del crédito.

Los desequilibrios globales por cuenta corriente se redujeron ligeramente en 2011, a pesar del impacto del aumento de los precios del petróleo (véase gráfico 3.11). En cualquier caso, el valor absoluto de los saldos por las balanzas por cuentas corrientes alcanzó el 4,1 % del PIB mundial (4,3 % en 2010). El patrón de desequilibrios fue similar al registrado en años precedentes, con un elevado protagonismo de las economías emergentes entre los países con superávit y de Estados Unidos como principal país con déficit. Entre los primeros, destaca la fuerte reducción del superávit por cuenta corriente de China, que pasó del 5,1 %

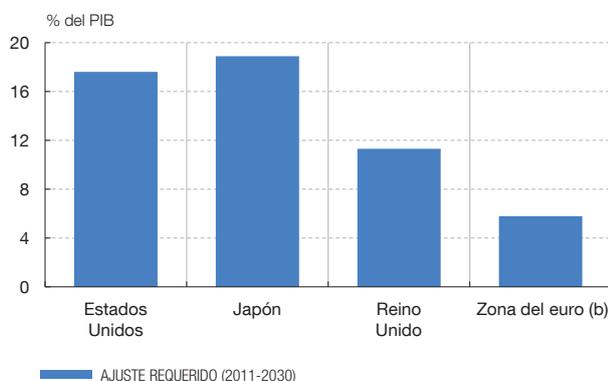
ENDEUDAMIENTO PRIVADO NO FINANCIERO



INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO



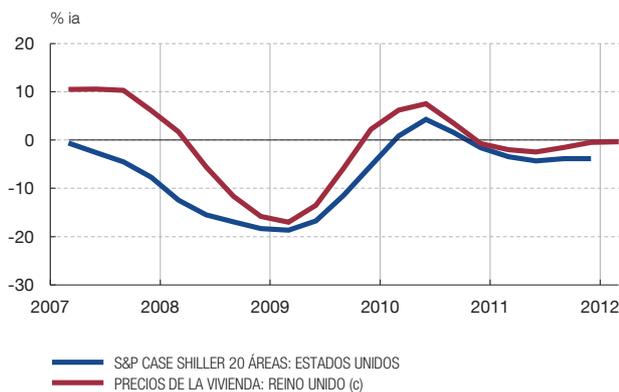
AJUSTE FISCAL REQUERIDO (a)
(Variación del saldo fiscal estructural para estabilizar la ratio de deuda pública/PIB)



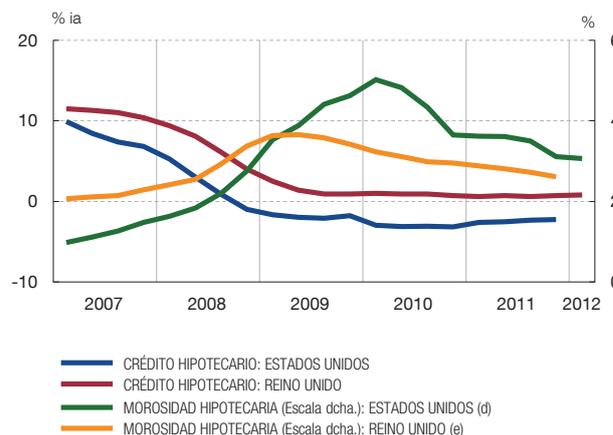
DESAPALANCAMIENTO DEL SECTOR BANCARIO
(Activos tangibles ajustados en relación con el capital Tier 1)



PRECIOS DE LA VIVIENDA



CRÉDITO Y MOROSIDAD HIPOTECARIOS



FUENTE: Datastream, Fondo Monetario Internacional.
NOTA: (p): previsión.

- a Ajuste necesario del saldo estructural primario en 2011-2030 para estabilizar la ratio de deuda sobre el PIB en 2030 en el 60% (200% en Japón).
- b Excepto Chipre, Luxemburgo y Malta
- c Media de los índices Nationwide y Halifax.
- d Porcentaje del número de hipotecas en mora de más de 90 días.
- e Porcentaje del saldo en mora (cuando el impago es superior al 1,5% de la deuda) respecto al saldo total.

en 2010 al 2,8 % del PIB en 2011, un 0,3 % del PIB mundial, debido a unas exportaciones más débiles y al dinamismo de la inversión. Por el contrario, el superávit agregado de los países exportadores de petróleo se amplió, hasta alcanzar casi el 0,9 % del PIB mundial. También cabe destacar el deterioro del saldo exterior de Japón, que se redujo en 1,5 pp, hasta el 2 % del PIB. Respecto a los países con déficit por cuenta corriente, en Estados Unidos este se mantuvo próximo al 3 % del PIB (0,7 % del PIB mundial), mientras que, entre los países con déficits corrientes, la magnitud de estos se redujo en los del área del euro, pero aumentó sustancialmente en algunas economías emergentes, lo que podría señalar riesgos futuros. En todo caso, a pesar de la corrección de los desequilibrios globales tras la crisis y del notable ajuste reciente en determinados países, aún hay ciertas dudas sobre en qué proporción este ajuste es estructural, pues algunos de los fundamentos que propiciaron la acumulación de cuantiosos déficits y superávits externos persisten.

Los flujos financieros internacionales se moderaron en 2011, con excepción de los destinados a los países emergentes

Un rasgo notorio del ejercicio fue la pausa en la recuperación de los flujos financieros internacionales, tras el importante avance registrado en 2010. Si bien los flujos financieros hacia las economías avanzadas siguieron siendo muy superiores a los recibidos por emergentes —destacando las entradas en Estados Unidos—, su volumen no supone aún ni la mitad del previo a la crisis. Por su parte, los destinados a los países emergentes han registrado una recuperación acusada, aunque heterogénea, y, en conjunto, superior a la de los países avanzados (véase gráfico 3.11). Aunque en el agregado no se han recuperado los niveles de 2007, en América Latina sí se han superado, mientras que en Europa del Este continúan muy por debajo. Los flujos de entrada se moderaron notablemente en la segunda mitad de 2011, coincidiendo con el repunte de la aversión al riesgo, pero volvieron a aumentar en los primeros meses de 2012.

4.3 COORDINACIÓN INTERNACIONAL DE POLÍTICAS

En el último año, se han observado menores avances en la coordinación internacional y un enfoque más interno de las políticas

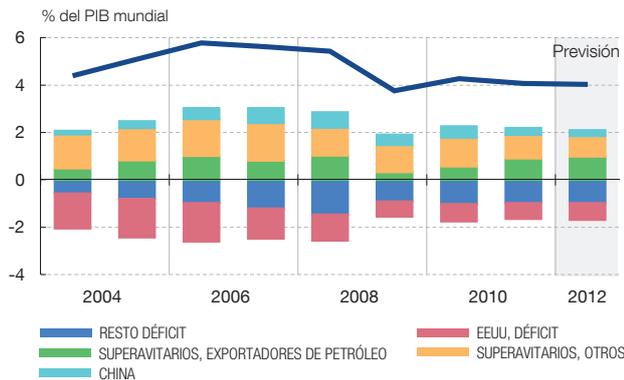
La crisis financiera internacional puso de manifiesto el complejo vínculo entre economías y sistemas financieros, y potenció la coordinación económica internacional, materializada en la revitalización del G 20 y de otras instituciones, como el FSB, el Banco de Pagos Internacionales o el Fondo Monetario Internacional. Pese a la intensa actividad desplegada en torno a ellos, como el ejercicio de valoración mutua del G 20 o los informes de *spillovers*, en el último año se ha observado un menor impulso en la coordinación internacional de políticas, lo cual era previsible una vez pasada la emergencia económica, que catalizó los esfuerzos tras la crisis. En esta nueva fase, los diferentes ritmos de recuperación económica y las distintas prioridades internas han dado lugar, incluso, a posicionamientos divergentes y a alguna disensión.

Algunas medidas unilaterales de regulación financiera podrían aumentar la incertidumbre a la que se enfrenta el sector y segmentar los mercados financieros internacionales

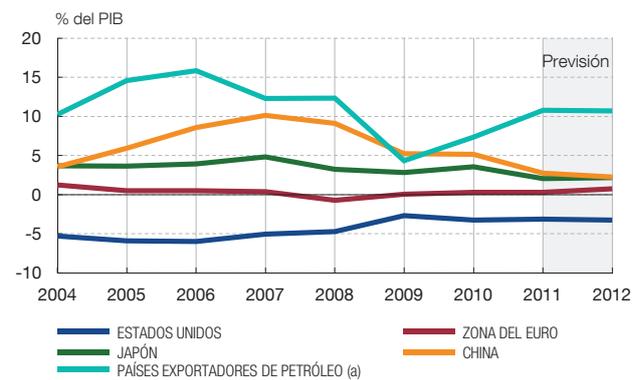
En el ámbito de la regulación financiera, la puesta en práctica de algunas medidas regulatorias —como la regla Volcker (véase sección 3.1)— y el debate sobre otras —como la tasa a las transacciones financieras internacionales— revelaron las dificultades que entraña la coordinación internacional. La menor coordinación supone un riesgo notable de segmentación de los mercados financieros internacionales, lo que tendría un impacto grave sobre los procesos de integración financiera global y sería una fuente de incertidumbre. Por el contrario, el aumento del proteccionismo comercial está siendo relativamente limitado, pese al estancamiento de la Ronda Doha de la Organización Mundial del Comercio.

Por otro lado, algunas economías respondieron unilateralmente ante las turbulencias financieras. La amplia liquidez global y los súbitos cambios en la aversión al riesgo actuaron como detonante de importantes intervenciones cambiarias, afectando a la configuración global de los tipos de cambio. Este tipo de medidas fueron tomadas tanto por países avanzados, como Japón o Suiza, como por emergentes, que, además, volvieron a utilizar discrecionalmente

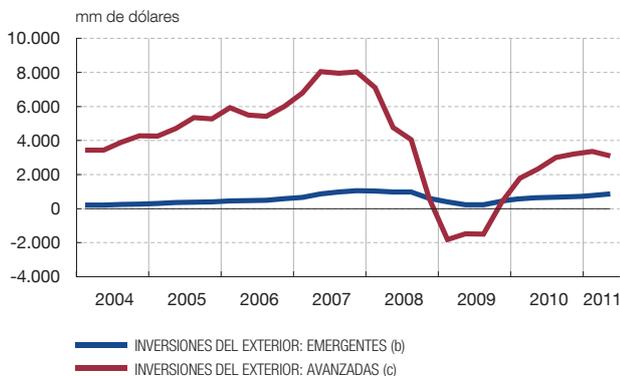
DESEQUILIBRIOS GLOBALES (SALDO POR CUENTA CORRIENTE SOBRE EL PIB MUNDIAL)



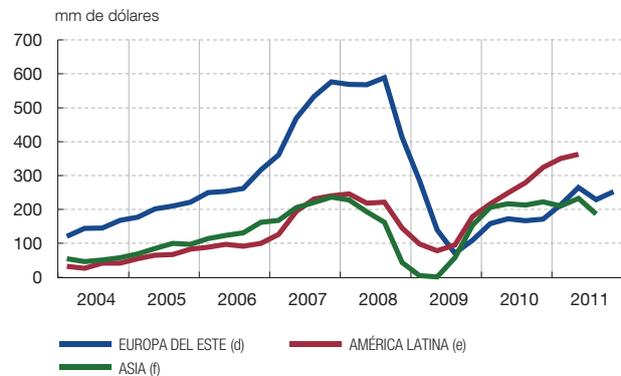
SALDO POR CUENTA CORRIENTE



ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS: EMERGENTES Y DESARROLLADOS



ENTRADAS DE FLUJOS FINANCIEROS EN EMERGENTES POR ÁREAS



FUENTES: Banco Central de India, Datastream y Fondo Monetario Internacional.

- a Angola, Arabia Saudí, Argelia, Ecuador, Emiratos Árabes, Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Noruega, Qatar, Rusia y Venezuela.
- b Emergentes: suma de los países incluidos en América Latina, Asia y Europa del Este.
- c Desarrollados: Alemania, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza.
- d Europa del Este: Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Bosnia Hezergovina, Bulgaria, República Checa, Croacia, Eslovenia, Estonia, Georgia, Hungría, Kazakistán, Letonia, Lituania, Moldavia, Polonia, Rumanía, Rusia y Turquía.
- e América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, El Salvador, México, Paraguay, Perú y Venezuela.
- f Asia: Bangladesh, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Pakistán y Tailandia.

medidas administrativas y controles de capitales, lo que supone otra restricción a la integración de los mercados. Este unilateralismo no fue óbice para que los bancos centrales de las principales economías avanzadas se coordinaran con la Reserva Federal para suministrar liquidez en dólares en el apogeo de la crisis europea.

5 Perspectivas y riesgos

Las perspectivas económicas son de una desaceleración adicional del crecimiento...

El escenario central de perspectivas económicas para 2012 contempla una desaceleración de la economía mundial, aunque menos marcada que la de 2011. De acuerdo con las previsiones más recientes del FMI, el crecimiento mundial en 2012 será del 3,5 %, tres décimas inferior al de 2011, manteniéndose la brecha entre el crecimiento de las economías avanzadas y el de las emergentes, que volverían a contribuir en mucha mayor medida al crecimiento mundial. En este escenario, se espera una reducción de la inflación en 2012 en un contexto de debilidad de la actividad, hasta el 4 %, en promedio anual, 8 décimas menos que en 2011.

En las economías avanzadas se anticipa un crecimiento modesto del PIB, en torno al 1,4 % en 2012, que además se prolongaría en el tiempo, dado que el proceso de corrección de

los desequilibrios acumulados en la fase expansiva continuará limitando la expansión de la demanda interna y el reducido margen de actuación de las políticas de estímulo. En particular, se espera un tono débil del consumo privado derivado del proceso de reducción del endeudamiento de los hogares y del impacto negativo sobre la renta disponible de la lenta recuperación del empleo y del ajuste a la baja de los salarios.

En las economías emergentes, se prevé que el crecimiento siga siendo robusto —con una expansión agregada del 5,7 % en 2012—, fundamentado en la demanda interna. Esto supone un crecimiento en torno al potencial en la mayoría de estos países, cuyas economías están mostrando una cierta resistencia frente a la desaceleración mundial, aunque no puedan desvincularse completamente de un eventual deterioro de la situación económica y financiera en otras áreas. La excepción a esta visión benigna la constituye Europa emergente, donde las perspectivas de crecimiento se han revisado fuertemente a la baja, al ser la región más expuesta a los problemas del área del euro.

... con importantes riesgos a la baja, derivados de la evolución de la crisis del área del euro y de la implementación de las políticas fiscales...

Este escenario está sujeto a notables riesgos a la baja —particularmente en las economías avanzadas—, asociados principalmente a la evolución de la crisis en el área del euro. Más allá de este riesgo dominante, existen también riesgos derivados de la implementación de la política fiscal, que se está viendo condicionada por el *trade-off* entre una consolidación rápida, para recuperar la credibilidad, y un ajuste más pausado para no entorpecer la recuperación. Estados Unidos y Japón han postergado la consolidación fiscal en aras de no obstaculizar el crecimiento, pero esta actitud podría acabar erosionando su posición fiscal a largo plazo, especialmente si la recuperación se retrasa o es más débil de lo esperado. En Estados Unidos, un riesgo adicional proviene de la falta de acuerdo político sobre cómo manejar los ajustes fiscales automáticos que entrarían en vigor en 2013, lo que podría derivar en una restricción fiscal severa. En el Reino Unido —cuya deuda pública, al igual que las de Estados Unidos y Japón, está actuando como activo refugio— se ha producido también un cierto retraso de los planes de consolidación fiscal, si bien el ajuste sigue siendo sustancial. En definitiva, aunque en las actuales circunstancias parece una posibilidad remota, podrían registrarse elevaciones bruscas y sustanciales del coste de financiación de la deuda pública en esos países, ante cambios de percepción de los inversores sobre su riesgo de crédito. El eventual aumento de los tipos de interés deprimiría adicionalmente la demanda interna y podría afectar a la estabilidad financiera.

... en un contexto de recomposición del sistema financiero global

Otra fuente de riesgos radica en las necesidades adicionales de redimensionamiento de los sistemas financieros y en las reformas en curso de los marcos regulatorios, a nivel nacional e internacional, cuyo ritmo y alcance siguen estando sujetos a incertidumbre. Estos procesos, como se ha señalado, pueden contribuir a la contracción del crédito y a la segmentación de los mercados financieros internacionales, riesgo —este último— que no parece suficientemente incorporado en la toma de decisiones de las autoridades nacionales y regionales.

El encarecimiento del petróleo puede afectar a la recuperación de la economía mundial, también a través de unas condiciones monetarias menos expansivas

Un alza sostenida de los precios de las materias primas, especialmente del petróleo, es un riesgo adicional en la coyuntura actual. El precio del petróleo aumentó durante el primer trimestre de 2012, por razones principalmente geopolíticas, si bien este repunte ha revertido desde abril. El efecto directo sobre la actividad podría amplificarse por otros canales. En particular, dada la necesidad de las economías avanzadas de mantener unas condiciones monetarias expansivas, un repunte de las expectativas de inflación podría conllevar cambios en el tono y en la estrategia de las políticas monetarias, generar nuevas tensiones financieras y afectar a la confianza.

Aunque el balance de riesgos está claramente sesgado a la baja, existen también riesgos al alza. Por ejemplo, el refuerzo de la gobernanza en el área del euro y avances en la normalización de los mercados de deuda podrían iniciar un círculo virtuoso, al apoyar la mejora de la confianza y catalizar el crecimiento de Europa y de Estados Unidos, y, por ende, de la economía mundial. El impulso de la confianza incidiría en un aumento del consumo de bienes duraderos, unido a unos balances empresariales cada vez más saneados, que estimularían la inversión. Esto, a su vez, redundaría en unos menores costes de financiación para el sector público y privado.

En definitiva, los obstáculos y los retos a los que se enfrenta la economía mundial siguen siendo de gran calado

En definitiva, los obstáculos y los retos a los que se enfrenta la economía mundial siguen siendo de gran magnitud. En este contexto, son fundamentales las políticas económicas —tanto macroeconómicas, como financieras y estructurales— encaminadas a asentar los pilares de la estabilidad financiera y de un crecimiento robusto, sostenible y equilibrado a medio plazo.

La zona del euro se enfrentó durante 2011 a un agravamiento de la crisis de la deuda soberana, que afectó severamente a la estabilidad financiera del área y pospuso las perspectivas de recuperación económica. El deterioro de la situación en Grecia, la lentitud en la implementación de los acuerdos alcanzados en sucesivas cumbres europeas y las dudas de los mercados sobre la suficiencia de los compromisos adquiridos por los Gobiernos constituyeron los detonantes inmediatos de la agudización durante el verano de una crisis que, tal como se explica en detalle en el capítulo 1, tiene sus causas más profundas en la interacción de un conjunto complejo de factores.

En este capítulo se revisan los acontecimientos que fueron sucediéndose desde 2011, las respuestas que han adoptado hasta el momento las instituciones europeas, los Gobiernos y el Eurosistema, y los retos a los que se enfrenta la zona del euro para alcanzar una senda de crecimiento sostenible a corto y medio plazo y recuperar un entorno de estabilidad financiera que permita restaurar la confianza en el proyecto europeo.

1 **Carácter sistémico de la crisis de la deuda soberana**

La agudización de la crisis de la deuda soberana durante el verano de 2011 interrumpió la frágil recuperación económica

Durante la primera mitad del año, las tensiones afectaron principalmente a Grecia, Irlanda y Portugal

Mientras Irlanda cumplía con relativa holgura su programa de ajuste en 2011...

El período de grave inestabilidad financiera que se inició en el verano exacerbó las primas de riesgo y supuso un endurecimiento de las condiciones de financiación de la mayoría de las economías del área, así como un deterioro de la confianza de los agentes, en un contexto complejo de cierta ralentización de la actividad económica mundial, en el que la mayoría de los Gobiernos carecían de margen para la adopción de políticas de estímulo de la demanda agregada y no mostraron la determinación necesaria para afrontar los desafíos que la situación requería. Todo ello impidió que se consolidara la frágil recuperación que se había iniciado en 2010. Aunque en el conjunto de 2011 el PIB del área del euro se expandió un 1,5 %, la actividad perdió gran dinamismo en la segunda mitad del año, hasta registrar una contracción en el último trimestre y un estancamiento en el primero de 2012 (véase cuadro 4.1). Por países, el avance del producto fue muy desigual.

Durante la primera parte de 2011, el foco de las tensiones en los mercados de deuda pública se mantuvo en buena medida concentrado en Grecia e Irlanda, que habían requerido asistencia financiera en 2010, y Portugal, que hubo de hacerlo en abril del pasado ejercicio (véase gráfico 4.1). En el caso de esta última economía, las dudas sobre la solidez de sus cuentas públicas y su capacidad de crecimiento, junto con tensiones políticas de índole interna, derivaron en dificultades crecientes del Tesoro luso para financiarse en los mercados, que obligaron al Gobierno a solicitar asistencia financiera al resto de socios de la UEM. La cuantía del programa, en conjunción con el FMI y sujeto a estricta condicionalidad, fue de 78 mm de euros, destinados a cubrir las necesidades de financiación del país para el período 2011-2014.

De los otros dos países bajo asistencia financiera, Irlanda mostró un comportamiento relativamente favorable en 2011, registrando avances tanto en la corrección del desequilibrio fiscal como en la reestructuración de su sector bancario. Las medidas efectivas de control del gasto público y el impulso económico procedente de las exportaciones permitieron cumplir con relativa holgura los objetivos exigidos y, a mediados del año, la rentabilidad de la deuda pública irlandesa descendió hasta estabilizarse en niveles en torno al 7 % para la referencia a diez años. La refinanciación de la deuda pública en forma de Promissory Notes, vinculada a la recapitalización de parte de la banca, supone, no obstante, un elemento de presión que el Gobierno trata de solucionar en negociaciones con la Troika.

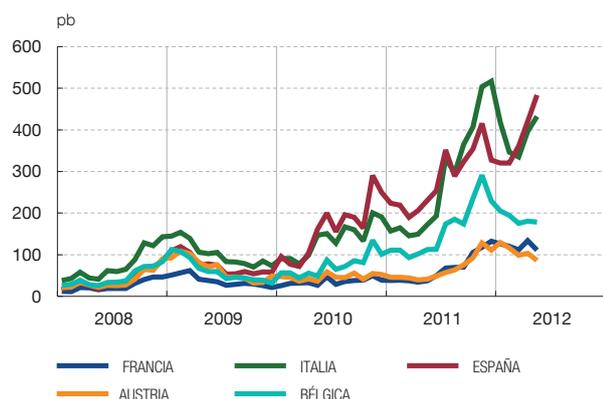
	2009	2010	2011	2011			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
Demanda y producto (variación intertrimestral)							
Producto interior bruto	-4,3	1,9	1,5	0,7	0,1	0,1	-0,3
Consumo privado	-1,2	0,9	0,2	0,0	-0,5	0,2	-0,5
Consumo público	2,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-12,0	-0,7	1,5	1,6	-0,2	-0,2	-0,5
Inversión privada no residencial	-15,6	2,3	4,6	2,3	1,1	0,7	-0,5
Inversión residencial	-11,6	-2,9	1,0	2,0	-0,4	0,0	-0,1
Inversión pública	3,9	-6,4	-4,9	-0,3	-2,9	-2,1	-1,9
Exportaciones	-12,7	11,1	6,3	1,3	1,2	1,4	-0,4
Importaciones	-11,6	9,4	3,9	0,7	0,4	0,7	-1,4
Contribuciones al crecimiento del PIB en puntos porcentuales							
Demanda interna	-2,7	0,5	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,4
Variación de existencias	-1,0	0,7	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3
Demanda externa	-0,6	0,7	1,0	0,3	0,4	0,4	0,4
Precios y costes (variación interanual):							
Precios de consumo (media anual)	0,3	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9
Deflactor del PIB	0,9	0,7	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4
Costes laborales unitarios	4,0	-0,8	0,9	0,0	1,0	1,2	1,3
Remuneración por asalariado	1,4	1,6	2,3	2,2	2,3	2,3	2,2
Productividad del trabajo	-2,5	2,4	1,4	2,2	1,3	1,1	0,9
Administraciones públicas (% del PIB)							
Gastos totales	51,2	50,9	49,4				
Gastos corrientes	46,9	46,6	46,0				
Inversión pública	2,8	2,5	2,3				
Ingresos totales	44,8	44,7	45,3				
Déficit (-) / superávit (+) primario	-3,5	-3,4	-1,2				
Déficit (-) / superávit (+)	-6,4	-6,2	-4,1				
Deuda pública	79,8	85,6	88,0				
Mercado de trabajo							
Empleo total (variación intertrimestral)	-1,8	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,2
Paro (% de población activa)	9,6	10,1	10,2	10,0	10,0	10,2	10,6
Balanza de pagos (% del PIB)							
Cuenta corriente	-0,2	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	0,1	1,4
Ratios de endeudamiento							
Hogares (% de la RBD)	98,7	100,2	99,3	99,6	99,8	99,6	99,3
Sociedades no financieras (% del EBE)	541,1	516,7	516,9	512,9	514,6	516,2	516,9

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y OCDE.

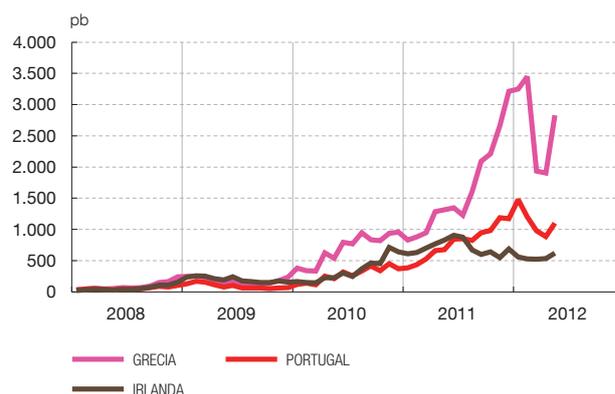
... Grecia fue el principal foco de inestabilidad y requirió un segundo programa de asistencia, que involucró al sector privado

El principal foco de inestabilidad continuó siendo la economía griega, que, sumida en una espiral recesiva y en un clima político y social complicado, no pudo cumplir los compromisos de su programa de ajuste (véase recuadro 4.1). Los bonos griegos cotizaban de manera creciente la posibilidad de que se produjera una reestructuración de la deuda, disipando las esperanzas de que Grecia volviera a financiarse en los mercados en los plazos previstos. En julio, el Eurogrupo estableció las bases para un segundo programa, condicionado a la participación de los acreedores privados —a través de lo que se ha conocido como PSI, acrónimo de *Private Sector Involvement*—, que debían aceptar una quita suficiente para que las finanzas públicas helenas volvieran a una senda sostenible y

BONOS A DIEZ AÑOS



BONOS A DIEZ AÑOS



FUENTE: Banco Central Europeo.

para reducir la carga potencial sobre los contribuyentes de los países aportadores de fondos.

En la segunda parte de 2011, las tensiones adquirieron un carácter sistémico...

El proceso de concreción del PSI y de la nueva asistencia a Grecia fue largo y estuvo rodeado de gran incertidumbre, que alimentó la desconfianza de los inversores sobre otros países del área que pudieran tener que enfrentarse en el futuro a situaciones similares, sin que existiera todavía un mecanismo de resolución de crisis con capacidad de financiación suficiente. Ello se tradujo en un primer momento en un aumento de las primas de riesgo de economías grandes y con fundamentos económicos vulnerables, como la española o la italiana, en las que el diferencial soberano con respecto al bono alemán a diez años llegó a niveles en torno a los 500 pb a mediados de noviembre. Pero la crisis acabó afectando también a países del centro de Europa, como Bélgica, donde el diferencial de la deuda pública llegó a superar los 350 pb, o Francia y Austria, donde alcanzó los 180 pb. Esta inestabilidad vino acompañada de rebajas en la calificación crediticia, que afectaron a trece países del área, incluyendo estos dos últimos, que, en enero de 2012, perdieron la calificación máxima AAA asignada por S&P.

... y afectaron al conjunto del sistema financiero

La inestabilidad en los mercados de deuda soberana se extendió pronto al resto del sistema financiero y agravó la fragilidad de la banca, generándose —tal como se describe en el recuadro 4.2— un aumento en el sesgo nacional de los mercados. Los diferenciales de los bonos de empresas no financieras repuntaron y las cotizaciones bursátiles experimentaron retrocesos generalizados (véase gráfico 4.2). El índice EUROSTOXX 50 llegó a perder más de un 25 % durante el tercer trimestre del año. La «huida hacia la calidad» de los inversores empujó la rentabilidad de la deuda alemana hasta valores inferiores al 2 % en el bono a diez años, y el tipo de cambio del euro mostró un comportamiento volátil, y en el conjunto del año se depreció moderadamente, un 2,2 % en términos efectivos nominales.

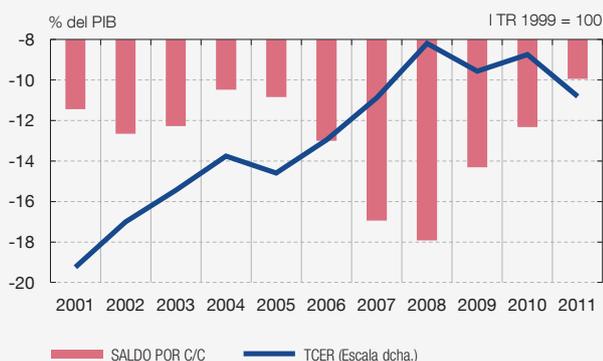
Se puso en marcha una dinámica de realimentación entre los riesgos soberanos, los bancarios y la actividad económica

La activación de mecanismos de realimentación entre el riesgo soberano, la vulnerabilidad del sector bancario y la debilidad de la actividad económica incrementó la virulencia de la crisis (véase el recuadro 1.1). A pesar de la aprobación de programas ambiciosos de consolidación fiscal en algunos países, se produjo una notable revisión al alza del riesgo soberano, que se terminó trasladando al coste de financiación del resto de los sectores de la economía. Los problemas de financiación fueron particularmente agudos

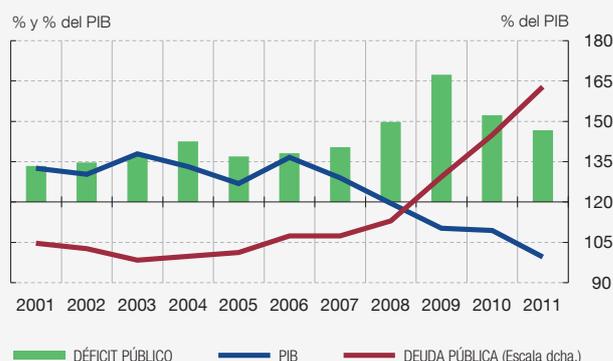
En los años recientes, Grecia ha constituido el principal foco de inestabilidad en el área del euro, al actuar como catalizador de una crisis de confianza en el proyecto europeo. La economía helena es, probablemente, el ejemplo más evidente de los costes que, tarde o temprano, entraña una inadecuada adaptación a las exi-

gencias que conlleva la pertenencia a una unión económica monetaria. Su experiencia ilustra también la debilidad de los esquemas de supervisión europeos y las dificultades que conlleva diseñar un mecanismo eficiente de gestión de crisis y de provisión de apoyo financiero a los Estados miembros en dificultades.

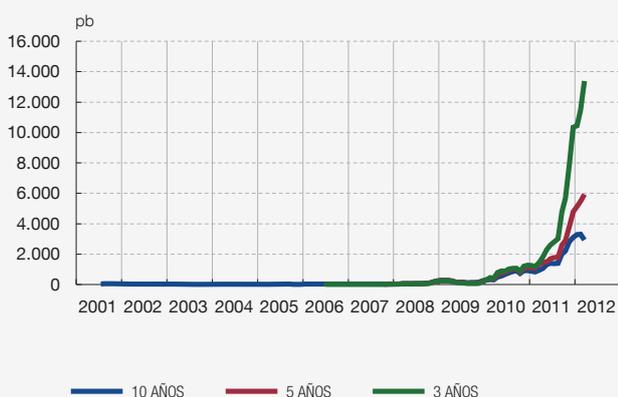
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y TIPO DE CAMBIO (a)



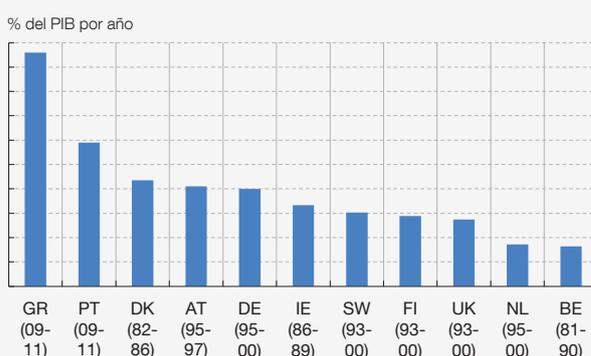
2 PIB, DÉFICIT PÚBLICO Y DEUDA PÚBLICA



3 DIFERENCIALES DE TIPOS DE BONOS SOBERANOS CON ALEMANIA



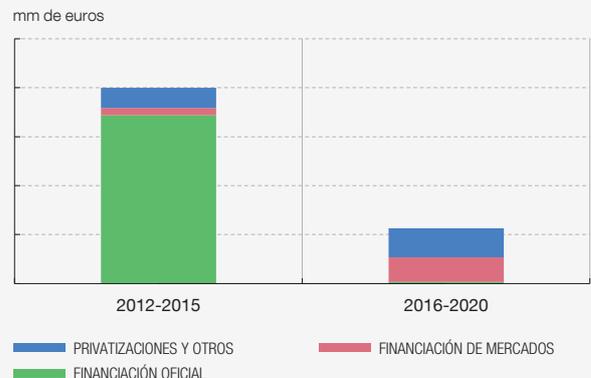
4 COMPARACIÓN DE LAS CONSOLIDACIONES FISCALES MÁS RÁPIDAS (b)



5 EVOLUCIÓN PREVISTA DEL DÉFICIT Y LA DEUDA PÚBLICOS (programa de asistencia)



6 NECESIDADES Y FUENTES DE FINANCIACIÓN (Estimadas por la Troika)



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

- a Tipo de cambio efectivo real con costes laborales unitarios.
- b Reducción del déficit estructural realizada en promedio anual durante el período de consolidación.

Al igual que otros países, desde su entrada en la UEM en 2001, Grecia experimentó una expansión notable de la demanda interna, que se financió con facilidad por la afluencia de capital exterior a tipos de interés bajos, atraído por las favorables expectativas de crecimiento. Pero la presión de la demanda excedió con creces la capacidad de respuesta de una economía que hizo muy poco para corregir sus rigideces estructurales, lo que provocó una continua erosión de la competitividad, ritmos de avance reducidos de la productividad y un crecimiento salarial que superó el promedio de la zona euro. En 2008, la apreciación del tipo de cambio real respecto a su valor de equilibrio era, según estimaciones del FMI, de entre el 20 % y el 30 %; los déficits por cuenta corriente superaban el 10 % del PIB, y el endeudamiento frente al exterior ascendía a niveles comparativamente muy elevados (véase gráfico 1).

Las Administraciones Públicas también acumularon fuertes desequilibrios (véase gráfico 2). El crecimiento continuado de los gastos, la generosidad de los sistemas de pensiones y sanitario, las ineficiencias de la recaudación impositiva y la evasión fiscal hicieron que el déficit y la deuda públicos superaran de manera persistente los valores de referencia establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los problemas de fiabilidad de sus estadísticas fiscales complicaban adicionalmente la situación. Aunque en 2004 la Comisión Europea había abierto a Grecia un procedimiento de déficit excesivo y había llamado la atención sobre la escasa calidad de sus estadísticas fiscales, se decidió cerrar este procedimiento en 2007, al estimarse que Grecia había adoptado las medidas necesarias para alcanzar un déficit inferior al 3 % del PIB en 2006 y 2007. Tampoco los mercados financieros globales, dominados por un clima de infravaloración generalizada del riesgo, reaccionaron ante esta acumulación de vulnerabilidades. De hecho, en los meses que precedieron a la crisis, los diferenciales de la deuda soberana griega frente al bono alemán fueron de 10-40 puntos básicos (véase gráfico 3), muy por debajo de lo observado en los años previos a la integración.

La situación experimentó un giro radical a finales de 2009, cuando el Gobierno recién elegido revisó las estimaciones de déficit para ese año desde el 6,7 % del PIB hasta el 12,7 % (después superaría el 15 %). En el contexto de crisis financiera internacional en que se produjo, esta revisión fue el detonante de una súbita reevaluación del riesgo de esta economía, que dificultó su acceso a los mercados de capitales, sumiéndola en una crisis de liquidez, que precipitó su solicitud de asistencia financiera. Ante la falta de instrumentos en el marco de gobernanza de la UEM que permitieran canalizar la ayuda a este país, los países de la zona del euro decidieron, tras un proceso no exento de dificultades, facilitarle préstamos bilaterales por importe de 80 mm de euros, que se añadieron a los 30 mm concedidos por el FMI, hasta sumar un importe total de casi un 50 % del PIB griego. Este préstamo inicial estaba condicionado al cumplimiento de un ambicioso programa de ajuste fiscal y de reforma estructural y estipulaba unos intereses y plazos «no concesionales», que, a la postre, resultaron demasiado gravosos y tuvieron que ser revisados.

El programa de ajuste tuvo un comienzo satisfactorio. Entre 2009 y 2011, Grecia realizó una de las consolidaciones fiscales más

rápidas e intensas de la historia económica reciente al reducir su déficit fiscal estructural en casi 10 pp del PIB (véase gráfico 4). Pero, en el ámbito de las reformas, la implementación fue un fracaso por la falta de capacidad administrativa y de voluntad política, lo que contribuye a explicar que la inflación y el déficit corriente permanecieran en niveles elevados, pese a la prolongada recesión. El programa, concebido como un puente temporal para que Grecia llevase a cabo la transformación y el saneamiento oportunos y recuperase el crecimiento, infravaloró las disfuncionalidades de la economía. Tampoco anticipó el recrudescimiento de las tensiones y el limitado alcance de la recuperación económica al nivel del área. La economía griega, en definitiva, se vio sumida en una espiral recesiva cada vez más profunda, que hacía difícil cumplir los objetivos fiscales y recuperar la confianza de los mercados. La crisis adquirió una dimensión social y política, que acabó propiciando la caída del Gobierno y la formación de un Gobierno de coalición.

En los primeros meses de 2011 crecieron las dudas sobre la posibilidad de que Grecia pudiera volver a financiarse en los mercados en los plazos previstos y se planteó la necesidad de ampliar la asistencia financiera. Las discusiones sobre este segundo programa tuvieron lugar en el contexto de importantes tensiones políticas, que terminaron por trasladarse a los mercados, ante la insistencia por parte de algunos países de la necesidad de compartir los costes de la ayuda con el sector privado (PSI). En un principio, en la Cumbre de 21 de julio se acordó un mecanismo de reestructuración «suave», basado en la participación voluntaria del sector privado, para no agravar las dificultades del sistema bancario griego y de otras entidades europeas. Pero pronto se constató que, para restablecer la sostenibilidad de la deuda griega, era necesaria una reestructuración de más alcance. En marzo de 2012 se llevó a cabo una quita del 53,5 % del valor nominal de los títulos y próxima al 78 % en términos del valor nominal presente descontado, que se extendió al 95 % de la deuda griega en manos privadas.

Tras la reestructuración se aprobó el segundo programa de ayuda oficial, por importe de 130 mm de euros, adicionales a los del primer programa, y se revisó la estrategia de consolidación y reforma. Para no agudizar la recesión económica, el nuevo programa retrasa parte del ajuste fiscal pendiente a 2013-2014 y ha supuesto un impulso de reforma en el mercado de trabajo y en los servicios, que ahora estará asistida por un grupo técnico de expertos internacionales. Una buena parte de los fondos (50 mm de euros) irá destinada a la recapitalización de las entidades financieras. Con todo ello, se espera que Grecia recupere tasas de crecimiento positivas a partir de 2013 y que la deuda pública descienda por debajo del 120 % del PIB en 2020.

Aun así, persisten elementos de riesgo. Para conseguir reducir la deuda por debajo del 120 %, Grecia deberá perseverar en una austeridad fiscal que tiene pocos precedentes históricos¹, manteniendo

1 *Fiscal Consolidations: lessons from past experiences*, OECD Economic Outlook, 2007.

do superávits primarios superiores al 4 % hasta 2020 y más allá (véase gráfico 5), así como un extenso programa de privatizaciones. Por otra parte, la reestructuración de la deuda pública griega ha entrañado una de las mayores quitas aplicadas en los años recientes, y la evidencia empírica disponible sugiere que cuanto mayor es el tamaño de esta, más tiempo se tarda en recuperar la confianza de los inversores privados², lo que se podría agravar por el hecho de que una buena parte de la deuda estará en manos de acreedores oficiales, que pueden ser percibidos como acreedores preferentes respecto a cualquier nuevo bono griego. Finalmente,

2 J. Cruces y C. Trebesch (2011), *Sovereign default: the price of haircuts*, CESIFO working paper 3604.

las dificultades para formar un Gobierno estable tras las elecciones del 6 de mayo arrojan dudas sobre el grado de compromiso con el programa del Gobierno que surja en la convocatoria prevista para junio. Con todo, tras varios años en los que la economía ha estado atenazada por la incertidumbre acerca de cuestiones fundamentales que afectaban al país, incluida la posibilidad de un impago desordenado o en relación con su propia permanencia en la UEM, la implementación rigurosa del nuevo programa por parte del Gobierno heleno debe contribuir a despejar incertidumbres y ofrece una oportunidad para que Grecia afronte una transformación radical, que le permita mejorar la competitividad, restaurar el crecimiento y asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas. Si esa oportunidad es aprovechada, la confianza de los inversores podría restaurarse más rápidamente.

en el caso de la banca, porque el sector, inmerso en un proceso de reestructuración y desapalancamiento, debía atender vencimientos voluminosos de deuda en un contexto en el que el mercado interbancario permanecía fracturado, las primas de riesgo repuntaron hasta valores próximos a los observados tras la quiebra de Lehman Brothers y las emisiones llegaron a paralizarse. Todo ello hizo que aumentara el temor a que las entidades se vieran forzadas a vender activos y a restringir el crédito, lo que actuaría como un elemento desestabilizador adicional sobre los mercados financieros y la economía. Como empezó a reflejar la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, las políticas crediticias de la banca acentuaron su carácter restrictivo en la segunda mitad del año. La contracción de la oferta y la menor demanda de fondos que suponía el deterioro económico y la incertidumbre futura determinaron una ruptura en la suave tendencia de recuperación de los préstamos al sector privado (véase gráfico 4.3).

La respuesta de las autoridades fue decisiva, tanto por parte de Gobiernos e instituciones europeas...

Para detener la dinámica de realimentación entre el sector público, la banca y la actividad económica y reducir los riesgos para la estabilidad financiera, los Gobiernos nacionales y las autoridades de la UEM adoptaron varias líneas de defensa. Así, los primeros renovaron su compromiso con la consolidación fiscal y las reformas estructurales, al tiempo que los jefes de Estado y de Gobierno de la UE, como se explica con más detalle en el apartado 3, reforzaron los mecanismos de gestión de crisis, aumentando su capacidad de préstamo y flexibilizando sus posibilidades de actuación frente a la crisis. Asimismo, para recuperar la confianza sobre la banca, se aprobó en octubre el «paquete bancario», que prolongaba la posibilidad de que el sector público avalara las emisiones de deuda y elevaba temporalmente los ratios de capital exigidos, incluyendo la necesidad de construir un colchón adicional de recursos propios frente a las exposiciones de deuda soberana, que podrían satisfacerse con apoyo de los Gobiernos, recurriendo, si fuera necesario, a los préstamos de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF).

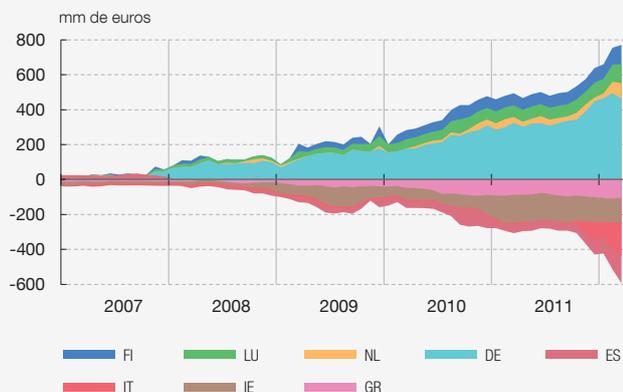
... como, especialmente, por parte del Eurosistema

Sin embargo, los pasos dados no fueron todo lo contundentes que la situación requería, por lo que la actuación del BCE fue clave para la estabilización de la situación. Como se detalla en el siguiente epígrafe, durante el último trimestre de 2011 el BCE recuperó la orientación expansiva de la política monetaria y amplió y fortaleció la batería de medidas no convencionales (véase gráfico 4.4).

Los beneficios que se derivan de la integración financiera son bien conocidos: facilitar la correcta canalización de los fondos desde

los agentes económicos y los países con excedentes de ahorro hacia los que registran déficit, y permitir compartir y diversificar los

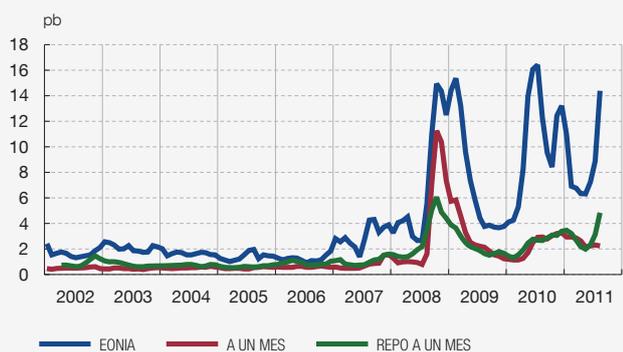
1 SALDOS TARGET2 DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES EN EL EUROSISTEMA



2 PORCENTAJE DE PRÉSTAMOS CONCEDIDOS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A SECTORES NACIONALES RESPECTO AL TOTAL DE LA UEM



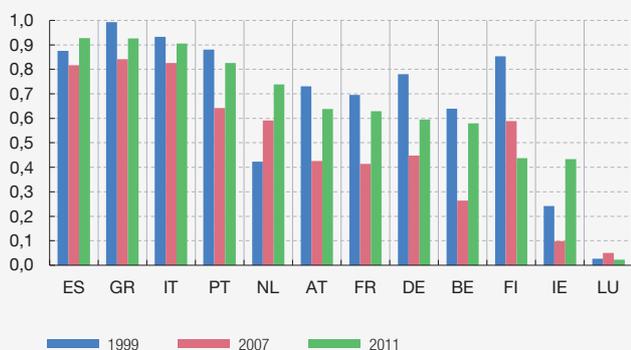
3 DESVIACIÓN TÍPICA POR PAÍSES DE LOS TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIOS (Media móvil de 61 días)



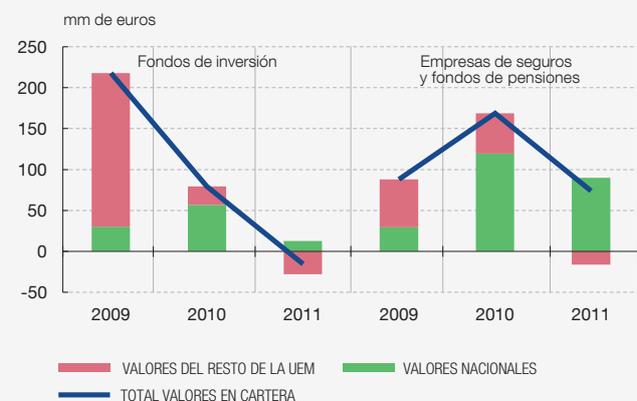
4 FLUJOS NETOS DE VALORES DE RENTA FIJA EN PODER DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO



5 INDICADOR DEL SESGO PAÍS EN LA CARTERA DE VALORES DE RENTA FIJA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO (a)



6 FLUJOS NETOS DE VALORES EN LA CARTERA DE INVERSORES INSTITUCIONALES



FUENTES: Banco Central Europeo y Bancos Centrales Nacionales.

a El indicador de sesgo nacional en la cartera de renta fija de las entidades de crédito ha sido calculado como uno menos el cociente entre la proporción en las carteras de renta fija de la instituciones financieras monetarias de valores del resto de países de la UEM y el tamaño relativo de las emisiones de renta fija del resto de los países de UEM sobre el total de la UEM. Valores del indicador cercanos a 1 evidencian una elevada presencia de valores nacionales en la cartera de las entidades de crédito (alto sesgo nacional), y próximos a cero, una importante tenencia de valores no nacionales (bajo sesgo nacional).

riesgos de una forma más eficiente. Desde su creación, la Unión Monetaria ha desempeñado un papel clave como catalizador en dicho proceso de integración en el área del euro. En el conjunto del período, los avances en este campo han generado un aumento de los flujos financieros transfronterizos dentro del área, así como de los volúmenes de activos y pasivos externos acumulados por los países de la UEM.

Sin embargo, la crisis iniciada en 2007 ha supuesto una interrupción de la trayectoria de integración financiera europea en un contexto en el que, a nivel internacional, el proceso de globalización se ha visto también severamente afectado. La agudización de las tensiones en los mercados de deuda soberana de mediados de 2011 ha desacelerado la actividad financiera transfronteriza entre países del área del euro y ha dado lugar a una segmentación e, incluso, a una renacionalización de algunos mercados. Una de las consecuencias de esta interrupción de los flujos de pagos e ingresos privados transfronterizos dentro de la UEM ha sido la necesidad de que el Eurosistema lleve a cabo la labor de intermediación que antes realizaba el mercado interbancario, lo que se ha reflejado en una importante acumulación de saldos deudores y acreedores de los BCN frente al BCE en TARGET2 (véase gráfico 1). Esta vuelta de los inversores a los mercados financieros nacionales ha puesto de manifiesto algunas de las debilidades de la arquitectura financiera e institucional de la UE.

Una medida habitual de integración financiera es el denominado «sesgo nacional» (*home bias*), que se traduce en la presencia, en las carteras de los inversores, de un volumen relativo de activos nacionales frente a los extranjeros más elevado de lo que sugerirían los modelos de diversificación internacional de las carteras. French y Poterba (1991), en *Investor Diversification and International Equity Markets*, documentan este fenómeno. Sin embargo, durante la década de los noventa del siglo pasado y los primeros años del corriente, se había registrado una disminución del sesgo nacional tanto en los balances de los bancos como en el de los sectores institucionales de los países de la OCDE, y muy especialmente en los del área del euro.

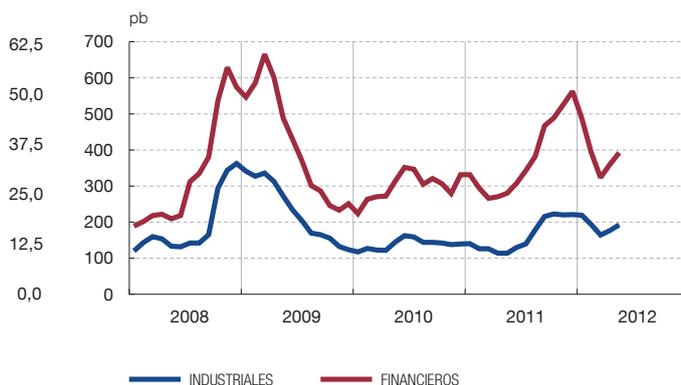
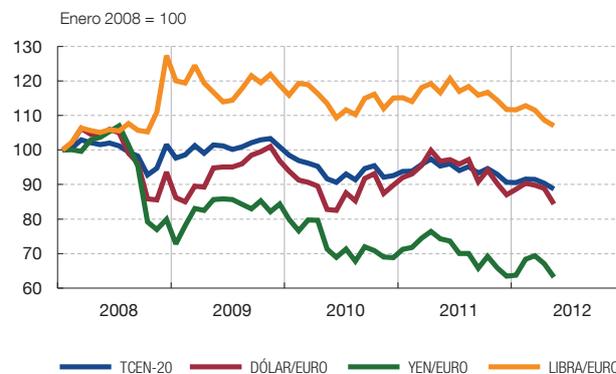
La crisis financiera ha paralizado e, incluso, revertido esta dinámica de las dos últimas décadas, y ya en 2007 se hicieron evidentes los primeros síntomas del aumento del peso relativo de los activos nacionales. Uno de los mercados donde esta evolución ha sido más evidente es en el interbancario. Así, después de un largo período de retroceso, el porcentaje de la financiación negociada con entidades de crédito nacionales aumentó en tan solo un año desde el 65 % hasta alcanzar cifras por encima del 70 % en 2008, incremento que se vio reforzado en el segundo semestre de 2011, a raíz de la intensificación de las tensiones soberanas, hasta aproximarse al 75 % a principios de 2012 (véase gráfico 2). Estas distorsiones también se vieron reflejadas en los tipos de interés negociados en dicho mercado, afectando al primer eslabón de la transmisión de la política monetaria (véase gráfico 3). Pero, incluso en el caso de los préstamos bancarios, el suave perfil decreciente que mostraba desde el inicio del euro la proporción de la actividad

nacional —a pesar de que la naturaleza minorista de este segmento hace que estas operaciones se realicen de forma mayoritaria entre prestamistas y prestatarios con la misma residencia— se detuvo en 2007 (véase gráfico 2).

Las carteras de valores de renta fija de los bancos registraron un comportamiento similar en este período. Tras un importante aumento de las adquisiciones de deuda de emisores con la misma nacionalidad en los años 2007-2009, el agravamiento de las tensiones en los mercados de deuda pública soberana provocó que las entidades de crédito empezaran también a desprenderse de los valores exteriores (véase gráfico 4). Por países, el aumento del sesgo nacional en la cartera de renta fija de las entidades de crédito ha sido generalizado desde 2007 e incluso, en algunos de ellos —como Holanda, España e Irlanda—, la preferencia por los bonos nacionales ha alcanzado niveles superiores a los registrados con anterioridad a la introducción del euro (véase gráfico 5). El sesgo país es más elevado en los países mediterráneos, lo cual ha venido a reforzar la interacción entre el riesgo soberano y el riesgo bancario (véase recuadro 1.1). No obstante, el incremento de la presencia de bonos nacionales ha sido más pronunciado en los países menos afectados por las tensiones soberanas, lo que puede reflejar el mayor riesgo de crédito percibido en los bonos emitidos por otros Estados como consecuencia de la crisis de deuda soberana.

Aunque la información disponible es más limitada, esta misma evolución se refleja en las carteras de los inversores institucionales. Así, en el año 2011 ha disminuido la presencia de activos transfronterizos de la UEM tanto en los fondos de inversión como en los seguros y fondos de pensiones. Si bien los flujos de ambos se han visto reducidos de forma significativa en 2011, la desagregación entre domésticos y resto de la UEM refleja una importante desinversión en los valores no nacionales (véase gráfico 6).

Finalmente, es importante señalar que algunas debilidades del marco institucional del área del euro han tendido a reforzar los efectos de la crisis sobre la estabilidad financiera del área y la actividad financiera transfronteriza en la UEM. La imperfecta armonización a nivel europeo de la regulación y la supervisión bancaria y la práctica ausencia de una dimensión macroprudencial en ambas dificultaron la detección de vulnerabilidades antes de la crisis y, una vez que esta se evidenció, constituyeron un obstáculo para llevar a cabo una gestión eficiente de la misma, coadyuvando a la fragmentación e incluso a una renacionalización de algunos segmentos del mercado. En respuesta a dichas debilidades, la UE ha iniciado una serie de reformas dirigidas a mejorar la coordinación en la regulación y la supervisión financiera tanto a nivel macro como microprudencial y ha impulsado medidas destinadas a fortalecer la resistencia de los bancos, mejorar las infraestructuras y avanzar, en definitiva, en la armonización a nivel europeo. No obstante, resulta esencial que los países pertenecientes al área del euro avancen en solventar las limitaciones que en el contexto de una unión monetaria tienen los marcos existentes, eminentemente nacionales, de gestión y resolución de crisis financieras.

ÍNDICES BURSÁTILES
Fin de períodoDIFERENCIAL DE LOS BONOS CORPORATIVOS BBB
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.

Las tensiones comenzaron a aliviarse a finales de 2011, aunque los riesgos no han desaparecido

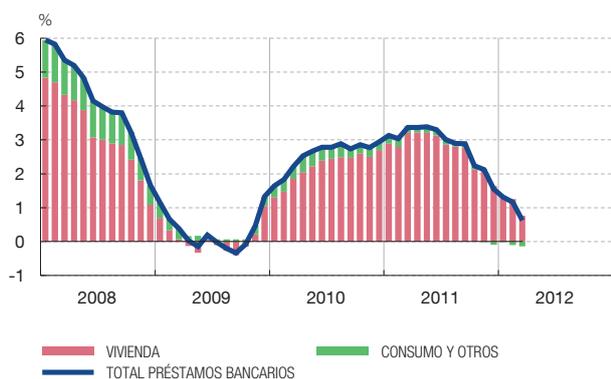
Todas estas actuaciones contribuyeron al alivio parcial de las tensiones, relajadas también tras la culminación del PSI griego, que logró una reducción de la deuda soberana de más de 100 mm de euros, en torno al 50 % del PIB griego, y la aprobación del segundo programa de ayuda a Grecia, valorado en 130 mm de euros. A pesar de todo ello, los riesgos aún son elevados, ya que las dificultades para formar un Gobierno estable existentes en el momento de finalización de este Informe suponen una amenaza para la buena marcha del programa de asistencia. Los indicadores de estrés financiero permanecieron en niveles altos y volvieron a surgir brotes de inestabilidad en abril y en mayo de este año, evidenciando la necesidad de seguir avanzando en la corrección de los desequilibrios todavía presentes y en el fortalecimiento institucional y de la gobernanza del área del euro.

2 Evolución macroeconómica y políticas de demanda

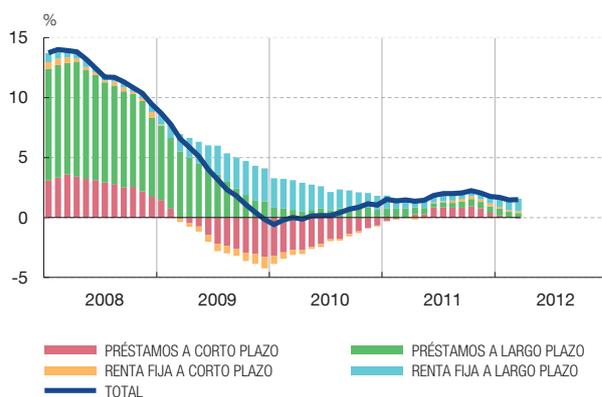
La recuperación económica iniciada a finales de 2009 se interrumpió por los efectos sobre la demanda interna de la crisis de la deuda soberana...

En 2011, el PIB del área del euro registró un incremento del 1,5 %, tras el 1,9 % alcanzado en 2010. La actividad económica inició el año con un gran dinamismo, pero fue perdiendo impulso, hasta retroceder en el último trimestre de 2011 y estancarse en el primero de 2012, como consecuencia de los efectos que la crisis de la deuda soberana ejerció sobre la demanda interna a través de diversos canales. El endurecimiento de las condiciones de financiación, agudizado por el necesario proceso de desapalancamiento de las entidades bancarias, y la introducción de planes de consolidación fiscal para cumplir los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento supusieron un impacto negativo sobre el gasto público y privado. Por otra parte, la persistente incertidumbre sobre el alcance de la crisis y las dudas sobre la falta de determinación

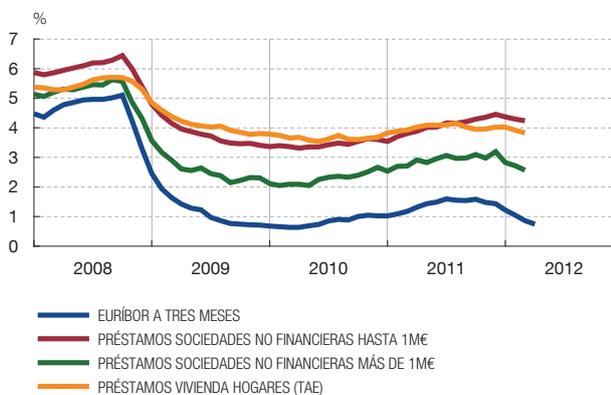
FINANCIACIÓN A HOGARES
Crecimiento interanual y contribuciones



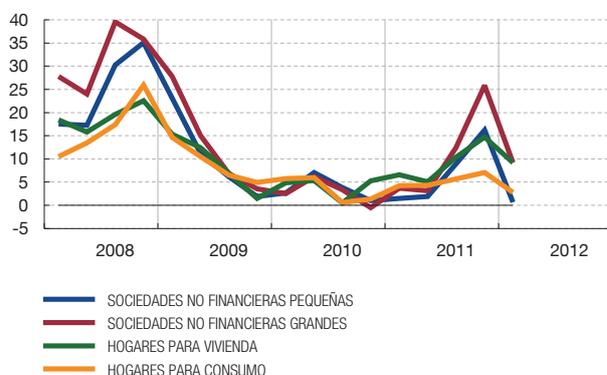
FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Crecimiento interanual y contribuciones



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 las instituciones europeas y algunos Gobiernos para enfrentar la crisis debilitaron la confianza de familias y empresas. El consumo privado se vio constreñido también por el reducido aumento de la renta disponible real de los hogares, resultado del escaso dinamismo del empleo —que apenas creció un 0,1 % en 2011— y del repunte de la inflación.

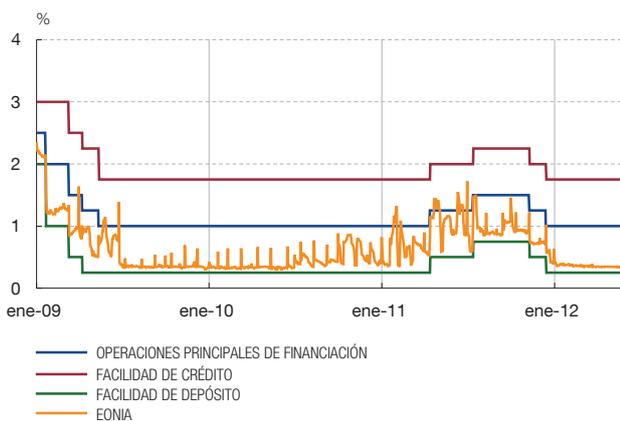
... mientras que la demanda exterior neta amplió su aportación al producto

Las exportaciones de bienes y servicios del área del euro ralentizaron su ritmo de avance en 2011, en consonancia con la evolución del comercio mundial, mientras que las importaciones se desaceleraron más intensamente, debido a la pérdida de impulso de la demanda final. Por ello, la contribución de la demanda exterior neta a la variación del PIB se amplió hasta alcanzar el mayor valor desde el inicio de la UEM.

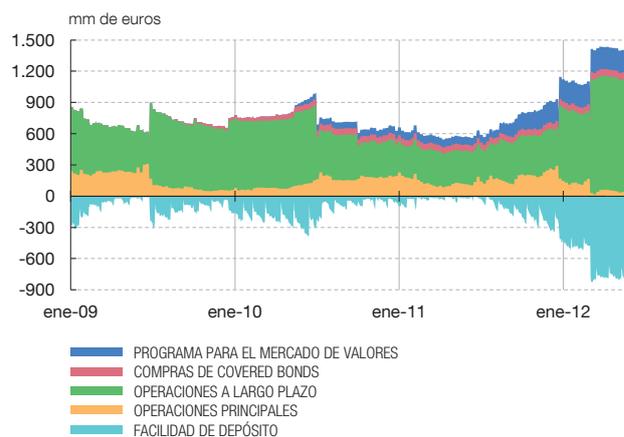
Las divergencias en la evolución de la actividad y el empleo entre los países del área se acrecentaron

La evolución económica del área del euro vino marcada también por una creciente heterogeneidad entre los distintos países, que reflejó, fundamentalmente, el comportamiento divergente de la demanda interna. Así, en aquellos países, como Alemania y Austria, donde esta variable mostró un mayor dinamismo, se alcanzaron sustanciales crecimientos del producto, superiores al 3 %. En sentido contrario, Grecia y Portugal experimentaron marcados retrocesos de sus PIB —del 6,9 % y el 1,6 %, respectivamente—, ya que los efectos de la crisis de la deuda soberana fueron particularmente severos. La debilidad

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EONIA



OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA Y PROGRAMAS DE COMPRAS DE VALORES



FUENTE: Banco Central Europeo.

de la demanda en estos países se reflejó en un marcado descenso de sus importaciones, pero el ajuste de las pérdidas acumuladas de competitividad en términos de precios y costes relativos fue reducido y los déficits por cuenta corriente permanecieron en niveles elevados.

La disparidad creciente entre las economías de la UEM se trasladó al mercado de trabajo. El empleo experimentó un crecimiento vigoroso en Austria, Bélgica, Finlandia y, en especial, Alemania. En esta última economía, la evolución desde el inicio de la crisis de la tasa de paro, que ha descendido por debajo del 6 %, alcanzando el nivel mínimo de las últimas décadas, ilustra los efectos beneficiosos de las reformas del mercado de trabajo que se realizaron en la década anterior. En cambio, en Grecia, Portugal, Irlanda y España, el aumento del desempleo fue muy intenso.

La inflación repuntó a lo largo del año

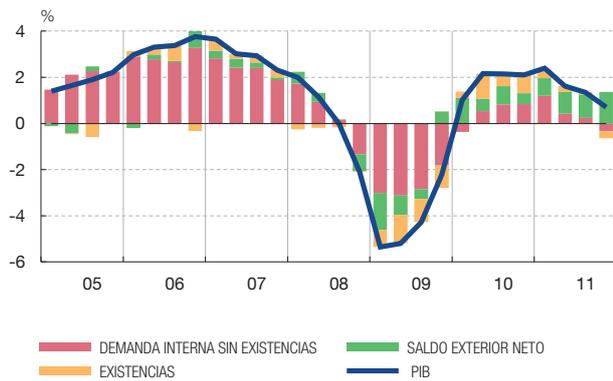
A lo largo de 2011, la inflación en el área del euro se mantuvo en registros elevados, llegando incluso a alcanzar un nivel del 3 % en otoño, impulsada, en gran medida, por el comportamiento alcista de sus componentes más volátiles —energético y alimenticio— (véase gráfico 4.5). La tasa de variación interanual de los precios de los componentes más estables del IAPC —servicios y bienes industriales no energéticos— también registró un cierto repunte, asociado a los aumentos de la imposición indirecta y de los salarios en algunos países como Alemania, con menor holgura en su mercado de trabajo.

La política monetaria se adaptó a las cambiantes perspectivas de los riesgos para la estabilidad de precios y actuó para superar los bloqueos que la inestabilidad financiera introdujo en su transmisión hacia la economía

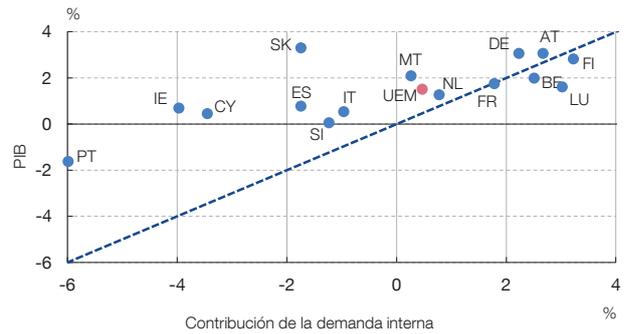
Durante la primera mitad del año, el afianzamiento de una modesta recuperación de la actividad económica en el área, junto con la elevación de los precios de las materias primas y el aumento previsto en los impuestos indirectos y precios administrados, hizo emerger riesgos al alza para el objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios, que requirieron un ajuste moderado en el tono marcadamente expansivo que mantenía la política monetaria. Ante este escenario, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en abril y en julio elevar los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, respectivamente, hasta situarlos en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación, al tiempo que comenzó a retirar algunas de las medidas excepcionales adoptadas hasta ese momento.

Pronto se hizo patente, sin embargo, que las perspectivas de recuperación económica del área —muy dependiente del entorno exterior y del apoyo que proporcionaba la política monetaria— se disipaban, y a partir del verano las tensiones en los mercados financieros

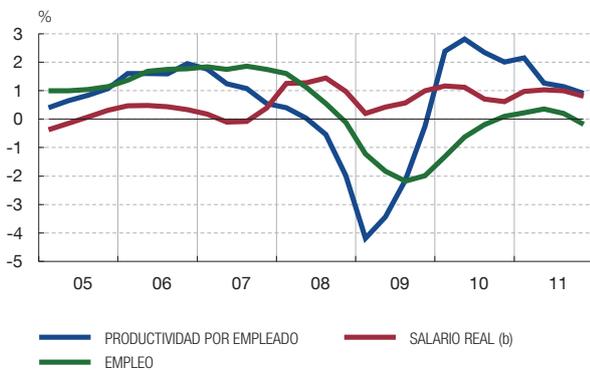
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE SUS COMPONENTES



CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA EN 2011 (a)



SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO E INDUSTRIALES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

- a No se representan Grecia y Estonia porque distorsionan el gráfico. Los valores para Grecia son una caída del PIB del 6,9 % y una contribución negativa de la demanda interna de 9,3 pp . Para Estonia son un crecimiento del PIB del 7,6% y una contribución positiva de la demanda interna de 7,5 pp.
- b Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

se recrudecieron, afectando de forma severa al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Ante estas nuevas circunstancias, el BCE relajó el tono de la política monetaria, al tiempo que introdujo una ambiciosa batería de medidas de carácter no convencional. Así, el Consejo de Gobierno redujo los tipos de interés en 25 puntos básicos en noviembre y diciembre, hasta situar en el 1 % el que se aplica en las operaciones principales de financiación. Los tipos de las facilidades de depósito y de crédito quedaron establecidos en el 0,25 % y el 1,75 %. De manera complementaria, y para proteger la efectividad de la política monetaria, el BCE extendió las medidas de carácter no convencional de apoyo al crédito a tres mercados claves en el mecanismo de transmisión: el interbancario, el de los bonos garantizados (o de cédulas, en el mercado español) y el de la deuda pública.

El BCE reforzó su posición de intermediador en la distribución de liquidez ampliando hasta tres años el plazo al que suministra liquidez al mercado...

El funcionamiento deficiente del mercado interbancario y los problemas de financiación de la banca, lastrada por la falta de confianza, hicieron que el BCE siguiera reforzando su posición de intermediador en la distribución de la liquidez e intensificara algunas de las medidas adoptadas en el pasado. Por un lado, prorrogó en agosto —y de nuevo en octubre— la modalidad de subastas con adjudicación plena en todas sus operaciones. De manera coordinada con otros bancos centrales, prolongó la vigencia y redujo el coste de los acuerdos de provisión de liquidez en dólares estadounidenses, y, como medida de contingencia, introdujo mecanismos para proveer liquidez en otras divisas. En tercer lugar, el

BCE amplió sustancialmente el horizonte de sus préstamos, hasta abarcar tres años en dos subastas realizadas en diciembre de 2011 y febrero de 2012, con las que, en términos brutos, inyectó más de un billón de euros. Finalmente, la autoridad monetaria redujo el coeficiente de caja hasta el 1 % (desde el 2 % anterior) y extendió el colateral admisible en sus operaciones de préstamo.

... reanudó el Programa para la Compra de Valores e introdujo un nuevo programa de adquisiciones de bonos bancarios garantizados

Las condiciones en los mercados determinaron también que en agosto, tras el anuncio de nuevas medidas de política fiscal y estructural por parte de los Gobiernos italiano y español, el BCE reactivara el Programa para la Compra de Valores (SMP, por sus siglas en inglés), que había permanecido inactivo desde abril. Las adquisiciones acumuladas de deuda en los mercados secundarios bajo este Programa —que no cuenta con objetivos cuantitativos específicos— llegaron a superar los 200 mm de euros. En relación con el mercado de bonos bancarios garantizados —como las cédulas del mercado español—, el BCE puso en marcha un segundo programa de adquisiciones (el CBPP2, por sus siglas en inglés) similar al CBPP que se desplegó en julio de 2009 y con un objetivo de inversiones por valor de 40 mm de euros en mercados primarios y secundarios entre noviembre de 2011 y octubre de 2012.

Los Gobiernos diseñaron una consolidación fiscal ambiciosa, en la que hubo que perseverar pese al deterioro de las perspectivas de crecimiento

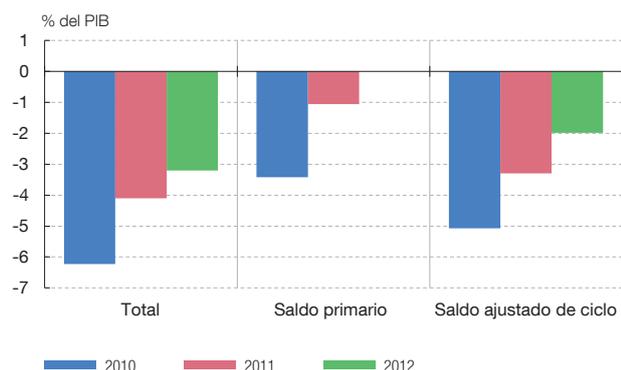
La recaída de la actividad económica añadió mucha complejidad al diseño y ejecución de la política fiscal en la zona del euro. El margen para establecer políticas fiscales expansivas había quedado totalmente exhausto en los primeros momentos de la crisis, cuando la aplicación de amplias políticas de estímulo de la demanda, la actuación de los estabilizadores automáticos y la asistencia a las entidades financieras propiciaron un deterioro muy significativo de los saldos presupuestarios, elevando los niveles de deuda pública hasta máximos históricos. Por ello, los programas de estabilidad elaborados en mayo proyectaban una consolidación fiscal muy ambiciosa para los años 2011-2014, que aprovechaba las perspectivas de recuperación económica existentes. En la segunda mitad del ejercicio, pese a que ya se evidenciaban signos de deterioro de las condiciones económicas y de las perspectivas de crecimiento, muchos Estados se vieron obligados a profundizar en esa estrategia para cumplir los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en un contexto de extrema tensión de los mercados de deuda soberana.

La política fiscal adquirió un carácter marcadamente contractivo a medida que avanzaba el año

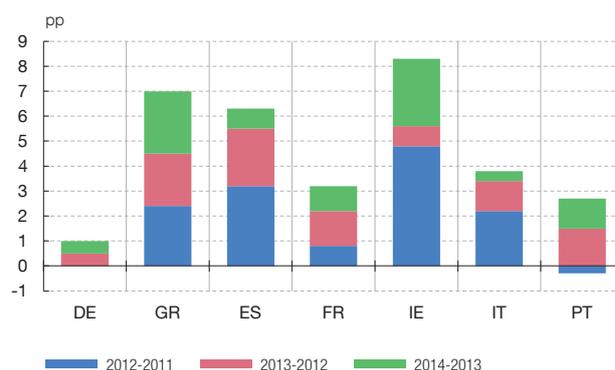
Así, el déficit público del conjunto de la zona del euro se aproximó al 4 % del PIB en 2011, dos puntos por debajo del observado en 2010, con una disminución similar del saldo ajustado del ciclo (véase gráfico 4.6). La mayor parte del ajuste del déficit provino de la contención del gasto público en términos del PIB, con medidas muy diversas, entre las que destacan las reformas en los sistemas de pensiones y las rebajas de los salarios y del empleo público, además de la retirada de los estímulos implementados durante la fase inicial de la crisis. También algunos países llevaron a cabo subidas de los impuestos indirectos. Por su parte, la deuda pública siguió aumentando, reflejando sobre todo mayores pagos por intereses.

De acuerdo con los compromisos adquiridos tras la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2012, el déficit del conjunto de la UEM continuará reduciéndose, aunque a un ritmo inferior, y podría situarse en niveles próximos al 3 % del PIB, según los programas de estabilidad presentados en abril. Esta consolidación conlleva recortes adicionales en los salarios públicos y un nuevo aumento de los impuestos indirectos. Alemania, Bélgica, Italia y Austria podrían registrar un déficit inferior al 3 % del PIB en este año, uniéndose a Finlandia, Luxemburgo y Estonia, que en la actualidad son los únicos países de la UEM que no están sujetos al procedimiento de déficit excesivo. Con todo, la ratio de deuda seguirá aumentando en 2012, hasta situarse por encima del 90 % del PIB.

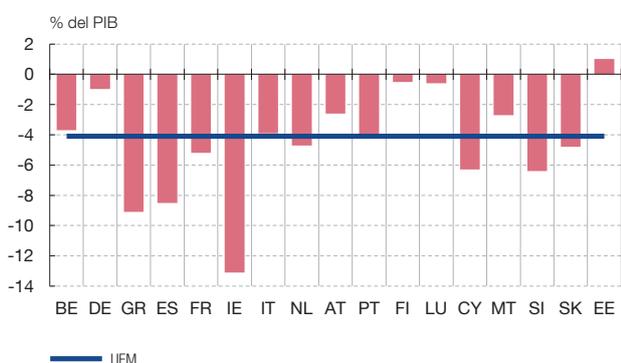
DÉFICIT (-) / SUPERAVIT (+) PÚBLICO (a)



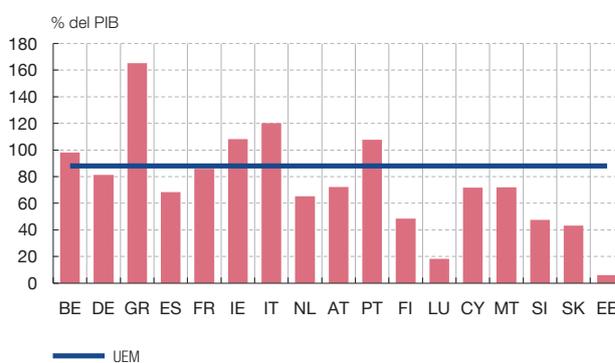
PROGRAMAS DE ESTABILIDAD: VARIACIÓN DEL SALDO PRESUPUESTARIO (b)



SALDO PRESUPUESTARIO EN 2011



DEUDA PÚBLICA EN 2011



FUENTE: Programas de Estabilidad y Convergencia, Comisión Europea.

- a Previsiones de primavera-2012 de la CE.
- b Programas de estabilidad elaborados en 2012.

3 Avances en la reforma de la gobernanza europea

En 2011 se produjeron reformas ambiciosas en la arquitectura de la gobernanza europea

Desde 2008, las instituciones europeas y los Gobiernos han venido adoptando un amplio conjunto de iniciativas encaminadas a corregir las deficiencias que la crisis ha ido desvelando en el marco institucional de la UE. En un primer momento, los esfuerzos fueron dirigidos sobre todo a la creación del nuevo Sistema Europeo de Supervisión Financiera, que entró en funcionamiento en 2011 y está formado por tres autoridades europeas encargadas de labores microprudenciales (bancos, seguros y mercados) y por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por su acrónimo en inglés), encargada de la política macroprudencial. A partir de 2010, se profundizó en esa línea de actuación y se emprendieron acciones en tres áreas claves para la gobernanza del área del euro: el fortalecimiento de los mecanismos de estabilidad fiscal; la extensión del perímetro de supervisión económica al resto de los desequilibrios macroeconómicos, y la creación de un mecanismo de asistencia financiera a países que pudieran sufrir restricciones en el acceso a la financiación en los mercados o crisis de liquidez.

En el terreno fiscal, las actuaciones abarcaron diversos ámbitos: se culminó la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento...

En el ámbito fiscal, la estrategia de revisión de la gobernanza se desplegó en diversos frentes, con el propósito final de dar mayor solidez a los mecanismos de supervisión existentes a nivel europeo y de mejorar las instituciones y las estadísticas fiscales nacionales. En particular, en diciembre de 2011 entró en vigor el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que fortalece los instrumentos de prevención mediante la incorporación de

límites al gasto público y el establecimiento de un conjunto más amplio de sanciones, que se aplicarían en una fase más temprana del procedimiento. También se presta mayor atención a la deuda pública, estableciendo criterios de corrección cuando esta supera los niveles de referencia del 60 % del PIB. Para mejorar el cumplimiento de los compromisos, las recomendaciones y sanciones se adoptarán, en general, mediante un procedimiento de votación inversa, en el que las propuestas de la Comisión Europea se consideran aceptadas, a no ser que el Consejo se pronuncie en contra de ellas por mayoría cualificada.

... la Comisión Europea presentó nuevas propuestas legislativas...

También a finales de año, la Comisión Europea presentó dos propuestas legislativas, que en la actualidad se encuentran en fase de discusión parlamentaria. Estas directivas incorporan la posibilidad de que la Comisión pueda emitir una opinión más temprana sobre los presupuestos nacionales, en caso de que estos no garanticen el cumplimiento de los compromisos del PEC, al tiempo que establecen mayores controles y requisitos de información para los países en procedimiento de déficit excesivo y un refuerzo adicional de la supervisión económica y presupuestaria de los Estados miembros que padecen —o corren el riesgo de padecer— dificultades financieras. También incorporan disposiciones para la mejora de las instituciones fiscales nacionales, recomendando la creación de consejos fiscales independientes a nivel nacional y otras modificaciones que ahondan en las directrices iniciales establecidas en la Directiva sobre marcos fiscales.

... y se firmó el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza

Finalmente, una de las principales innovaciones fue la aprobación del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, todavía pendiente de ratificación, que establece una primera línea de defensa de la disciplina fiscal a nivel nacional al incorporar la obligación de trasladar los compromisos del PEC a los ordenamientos jurídicos nacionales, preferiblemente a la Constitución. Su principal elemento consiste en la introducción de un nuevo pacto presupuestario por el que los países se comprometen a mantener un saldo presupuestario equilibrado a lo largo del ciclo económico, lo que se materializa en la obligación de alcanzar un déficit estructural inferior al 0,5 % del PIB nominal. No obstante, se deja margen de maniobra para establecer políticas fiscales discrecionales en circunstancias excepcionales o crisis severas. En la práctica, este pacto no introduce nuevos requisitos respecto a los compromisos adquiridos en el marco de vigilancia europeo —donde los países tienen el objetivo de medio plazo de mantener un saldo estructural que varía entre el -0,5 y el 0,5 % del PIB—, pero otorga carácter legal a estos compromisos —que hasta el momento habían recibido una atención menor— e incorpora un mecanismo automático de corrección de las desviaciones, todavía pendiente de especificar. Este Tratado posee inicialmente un carácter intergubernamental, si bien está previsto que se incorpore al Tratado de funcionamiento de la UE tan pronto como sea posible. Su ratificación constituye una condición indispensable para poder acceder a la asistencia del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

Otro elemento esencial en la reforma de la gobernanza fue la aprobación del Mecanismo de Alerta y del Procedimiento de Desequilibrio Excesivo, para la supervisión del resto de políticas macroeconómicas

Otro elemento importante de la revisión de la gobernanza ha sido la extensión del perímetro de vigilancia al resto de las políticas macroeconómicas y estructurales, que antes estaban sujetas a mecanismos de supervisión muy laxos. La reforma introduce un nuevo procedimiento formal para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos internos y externos. El procedimiento posee un brazo preventivo, el Mecanismo de Alerta, compuesto por un conjunto de indicadores económicos, financieros y estructurales que tienen como objetivo permitir detectar con antelación la gestación de desequilibrios que puedan suponer un riesgo para la estabilidad de la UEM. También posee un brazo correctivo, el Procedimiento de Desequilibrio Excesivo, en cuyo marco se establecerán recomendaciones de política económica a los Estados miembros que presenten desequilibrios elevados. El incumplimiento reiterado de estas recomendaciones podrá concluir con la imposición de sanciones.

La CE adoptó el primer informe del Mecanismo de Alerta, que señala a siete economías de la zona euro como aquellas con riesgos potenciales de desequilibrios excesivos

Finalmente, se continuó avanzando en el diseño de mecanismos de gestión de crisis

A lo largo del año se pusieron de manifiesto las limitaciones del diseño inicial del mecanismo de gestión de crisis...

... se amplió su capacidad operativa y se buscaron fórmulas para potenciar su capacidad de préstamo...

... y, finalmente, se aceleró la entrada en funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad

El primer informe del Mecanismo de Alerta se presentó en febrero de 2012 en el contexto del segundo Semestre Europeo. El informe señala a Bélgica, España, Francia, Italia, Chipre, Eslovenia y Finlandia (además del Reino Unido, Suecia, Bulgaria, Dinamarca y Hungría) como las economías que podrían estar en riesgo de desequilibrio excesivo. La Comisión Europea deberá realizar un análisis en profundidad de la situación económica de estos países y de las decisiones adoptadas para corregir los desequilibrios. El procedimiento no se aplica a Grecia, a Portugal y a Irlanda al encontrarse sujetos ya a supervisión reforzada en el marco de los programas de asistencia.

Por último, a lo largo de 2011 se han producido también avances importantes para el establecimiento de un mecanismo de gestión de crisis, aunque todavía quedan aspectos significativos pendientes de completar. La crisis de Grecia, que se atajó inicialmente a través de los préstamos bilaterales de todos los Estados miembros de la UEM, puso en evidencia la necesidad de disponer de un marco institucional de gestión de crisis en el área del euro que permitiera afrontar y superar los problemas con rapidez. El diseño de este marco ha sido muy complejo, porque, en esencia, se trata de establecer mecanismos de solidaridad y de asistencia financiera con la potencia suficiente para afrontar las tensiones que pueden registrar algunos Estados miembros y los procesos de contagio, sin que ello desincentive que los Gobiernos mantengan políticas económicas consistentes con las exigencias de la UEM.

A mediados de 2010 se creó la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, con carácter provisional, y se establecieron los principios generales de funcionamiento del MEDE. En un principio, estos mecanismos se concibieron como una última salvaguarda para afrontar problemas de liquidez localizados en países con fuertes desequilibrios, y la asistencia llevaba aparejada una condicionalidad estricta y elevados costes económicos, que había que añadir a los costes políticos. Pero esta concepción inicial pronto quedó desbordada por la virulencia de las sucesivas oleadas de tensiones, que evidenciaron la necesidad de establecer con urgencia cortafuegos mucho más potentes y flexibles.

En la Cumbre europea de julio, se consensuó una significativa ampliación de la capacidad operativa de la Facilidad, otorgándole la posibilidad de conceder asistencia financiera con carácter precautorio, de adquirir deuda soberana en los mercados primarios y secundarios, y de facilitar a los Gobiernos préstamos destinados a la recapitalización bancaria. También se dieron pasos para reducir los tipos de interés aplicados a los préstamos y ampliar sus plazos. Y posteriormente, en octubre, se acordaron medidas para, sin tener que comprometer recursos adicionales, maximizar la capacidad de préstamo mediante dos opciones de apalancamiento, que no serían mutuamente excluyentes: la primera consiste en la posibilidad de otorgar un aseguramiento o garantía parcial a las nuevas emisiones de bonos soberanos de Estados miembros en dificultades, y la segunda supone la creación de un vehículo financiero (*special purpose vehicle*) con el fin específico de atraer inversiones de instituciones financieras privadas y públicas. La implementación de estos acuerdos todavía no se ha completado y su viabilidad está sujeta a mucha incertidumbre.

Por ello, en diciembre de 2011, se acordó acelerar la puesta en funcionamiento del MEDE, de modo que entre en vigor en julio de 2012 (véase recuadro 2 del «Informe trimestral de la economía española», del *Boletín Económico* del Banco de España de abril de 2012). Este mecanismo dispondrá de la flexibilidad operativa que se otorgó a la Facilidad, con la ventaja de que su estructura de capital es más sólida. Frente a la estructura de garantías en cascada de la Facilidad, la existencia de un capital inicial desembolsado hace que el MEDE sea menos vulnerable al riesgo de que la solicitud de asistencia financiera por parte de un Estado miembro pueda desencadenar sucesivas rebajas de calificaciones

crediticias del resto de sus socios. Durante los primeros años, el MEDE coexistirá con la Facilidad, con una capacidad efectiva conjunta de financiación de 700 mm de euros.

4 Las prioridades de las políticas económicas nacionales en el contexto de la UEM

La crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de cambiar el rumbo de las políticas económicas nacionales

Los países bajo programa han introducido reformas de calado en los mercados de trabajo y de servicios

A medida que avanzaba el año, se extendió la agenda reformadora a otros países

A nivel intergubernamental, el Semestre Europeo refuerza la coordinación *ex ante* de las políticas económicas de los Estados miembros

El *Informe Anual de Crecimiento* publicado por la CE fija las prioridades de las políticas económicas nacionales para los próximos meses...

Una de las principales lecciones que se pueden extraer de la crisis en el área del euro es la necesidad de que los Estados miembros adapten sus políticas económicas a las exigencias que se derivan de la pertenencia a la UEM, ya que fue precisamente esa falta de adaptación la que, en última instancia, propició la gestación de desequilibrios de naturaleza muy diversa, que acabaron enquistándose por la complacencia con que los observaron las autoridades y los mercados. El denominado Pacto por el Euro Plus, firmado en marzo de 2011, trata precisamente de reforzar el grado de compromiso de los Gobiernos con el establecimiento de políticas orientadas a impulsar el crecimiento y la mejora de la competitividad.

Desde esta óptica, los programas vigentes de asistencia financiera de Grecia, Irlanda y Portugal contemplan la necesidad de afrontar una profunda revisión de las estructuras económicas de estos países, incluyendo avances en la consolidación fiscal y en la reestructuración de sus sistemas bancarios. Así, en Portugal, el Gobierno puso en marcha un amplio conjunto de reformas en el ámbito de las relaciones laborales, con acuerdos para la flexibilización del tiempo de trabajo y para una reducción de los costes de despido y de la extensión temporal de las prestaciones por desempleo, e iniciativas orientadas a mejorar el funcionamiento del sistema judicial y a aumentar la competencia en las industrias de red. En Irlanda, se produjeron avances significativos en la recapitalización y la reestructuración del sistema bancario, y se introdujeron medidas para la reducción del desempleo. En el caso de Grecia (véase recuadro 4.1), tras algunos avances y retrocesos, la concesión del segundo programa de ayuda ha llevado aparejada la exigencia de medidas efectivas de reforma del mercado de trabajo —con una reducción de los salarios mínimos y de las cotizaciones sociales de los empresarios y modificaciones sustanciales en los procedimientos de negociación colectiva— y para la introducción de la competencia en las industrias de red y en las actividades de servicios.

Las reformas se han extendido a otros países que, sin haber precisado de asistencia financiera, han estado en el epicentro de las tensiones financieras o se vieron afectados por las mismas tras la agudización de la crisis en el verano de 2011. Dejando al margen España, que se trata extensamente en el capítulo 5, destaca el caso de Italia, que profundizó en la reforma de su sistema de pensiones, introdujo una liberalización ambiciosa en los servicios profesionales e impulsó medidas adicionales de flexibilización de su mercado de trabajo, con una modificación de las condiciones de despido y de la contratación temporal. Otras economías de menor tamaño, como Chipre, también han aprobado medidas de reforma estructural.

Por otra parte, la introducción del Semestre Europeo pretende mejorar la coordinación y la discusión en los foros europeos de los requisitos que se derivan del PEC y del nuevo procedimiento de vigilancia de los desequilibrios y de los planes de reformas nacionales donde, entre otras cosas, se plasman los compromisos adquiridos en el marco del Pacto por el Euro Plus y la Estrategia Europa 2020, si bien el grado de efectividad de este dispositivo dependerá de la determinación con que se instrumente.

El segundo Semestre Europeo se inició a finales de 2011, con la presentación por parte de la Comisión Europea del *Informe Anual de Crecimiento*, donde se establece una hoja de ruta para la política presupuestaria y de reforma estructural de los países de la UE en los próximos meses. De acuerdo con este Informe, refrendado en el Consejo Europeo de primavera, los esfuerzos de la política económica deberán concentrarse en alcanzar una consolidación fiscal compatible con el crecimiento, completar el saneamiento del sistema finan-

ciero prestando una atención especial a la mejora de las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas, impulsar la competencia en los mercados de servicios y en las industrias de red, eliminar las barreras administrativas pendientes y lograr una mayor eficiencia en las Administraciones Públicas. También se deberá afrontar una revisión de los sistemas de negociación colectiva, para conseguir que los salarios mantengan una relación más estrecha con la productividad, al tiempo que se defiende una política equilibrada de «flexiguridad», donde la relajación de las regulaciones que impiden un ajuste más flexible de los mercados laborales venga acompañada de políticas activas de empleo y de una mejora de la formación para asegurar una mayor integración de los jóvenes y de otros colectivos especialmente afectados por la crisis. En el contexto del análisis de los desequilibrios, también se prestará atención a los factores que subyacen a los superávits por cuenta corriente de algunos países.

... así como compromisos de reforma a nivel europeo

También se identifican algunas iniciativas que deberán llevarse a cabo a nivel europeo. Entre ellas, destacan en particular la traslación plena de la Directiva de Servicios y la creación del Mercado Único Digital, para corregir la excesiva fragmentación que aún existe en el mercado europeo. Asimismo, se acordó acelerar la implementación de las doce acciones prioritarias identificadas en el Acta del Mercado Único (aprobada en abril de 2011), que tratan de aumentar la movilidad de los ciudadanos europeos, mejorar el acceso a la financiación de algunas empresas y la protección del consumidor, y de preservar los derechos de la propiedad intelectual. Por último, se llama la atención sobre la necesidad de alcanzar una mayor coordinación positiva entre los países de la UE, estableciendo una base común en el impuesto de sociedades y armonizando los impuestos sobre las transacciones financieras y sobre la energía.

5 Perspectivas y retos

Las políticas económicas adoptadas han permitido superar momentos de tensión muy graves y se anticipa una moderada recuperación a lo largo de 2012...

Las respuestas de política económica por parte de las autoridades monetarias y los Gobiernos, el fortalecimiento de los mecanismos de gestión de crisis y la culminación con éxito del proceso de reestructuración de la deuda griega han permitido superar episodios muy críticos, que podrían haber derivado en una crisis de confianza generalizada en el proyecto de la UEM. Así, las previsiones disponibles apuntan a una recuperación modesta de la actividad de la zona del euro a partir de mediados de 2012, que se apoyaría en la mejora de las perspectivas económicas globales, la relajación de las condiciones de financiación propiciada por las medidas de política monetaria y los avances en el saneamiento de las entidades bancarias.

... si bien subsisten importantes elementos de riesgo

Este escenario central, no obstante, es frágil y está sujeto a elevados riesgos, predominantemente a la baja. A corto plazo, es inevitable que surjan tensiones entre el crecimiento económico, la necesaria reducción de los elevados niveles de endeudamiento público y privado, la consecución del ajuste competitivo requerido por algunas economías, y la culminación con éxito del saneamiento del sistema financiero y su adaptación al nuevo entorno regulatorio, lo cual exigirá, seguramente, un período prolongado de vigilancia extraordinaria por parte de las autoridades económicas. Además, un eventual reavivamiento de las tensiones financieras o su excesiva prolongación en el tiempo aumentarían el riesgo de que el ajuste necesario de los balances bancarios termine recayendo sobre la oferta de préstamos al sector privado. También parece prioritario recuperar la dinámica de la integración financiera, que, como recoge el recuadro 4.2, ha sufrido un serio retroceso con la crisis. En este sentido, resulta de especial relevancia reparar la segmentación que se ha producido en algunos mercados fundamentales para la transmisión efectiva de la política monetaria única. Para ello, se debe fortalecer la resistencia de los bancos y avanzar en la coordinación de la regulación y supervisión financiera tanto a nivel macro como microprudencial, y en los procesos de gestión y resolución de crisis financieras.

La política fiscal se enfrenta a retos relevantes en el corto y en el medio plazo

El proceso de consolidación fiscal debe realizarse en un escenario extraordinariamente complejo, donde predominan los riesgos a la baja sobre el crecimiento y donde los mercados financieros pueden valorar de manera negativa tanto la falta de compromiso de los Gobiernos con la disciplina fiscal como el impacto que esta puede tener a corto plazo sobre la actividad económica. Por ello resulta más relevante que nunca el diseño de planes de consolidación fiscal que tengan en cuenta el impacto diferencial que las distintas medidas de ajuste pueden ejercer sobre el crecimiento. Más a medio plazo, el cumplimiento de los compromisos adquiridos en el nuevo marco de gobernanza fiscal plantea un desafío importante para las economías europeas, dada la desfavorable situación de partida. Los actuales niveles de deuda pública y la magnitud de los pasivos contingentes asociados al envejecimiento de la población y al apoyo de los sistemas bancarios harán necesario un período prolongado de austeridad fiscal, en un entorno de crecimiento potencial previsiblemente moderado.

Y es preciso recuperar tasas de crecimiento más dinámicas

Las políticas encaminadas a la mejora de la productividad constituyen, en este entorno, el engranaje fundamental para recuperar el crecimiento y avanzar en la corrección de los desequilibrios. Las iniciativas más recientes impulsadas por las instituciones europeas que tratan no solo de dar celeridad a la estrategia Europa2020, sino también de accionar otros mecanismos que permitan canalizar con relativa prontitud los fondos estructurales y otros flujos de financiación públicos y privados hacia proyectos con elevado impacto en el crecimiento, son ejemplos relevantes del tipo de acciones que cabe acometer en este ámbito. Estas y otras acciones cuyos detalles son en estos momentos objeto de discusión y debate podrían servir para dar forma a lo que ha venido en denominarse un Pacto de Crecimiento (*Growth Compact*, en inglés) para el área del euro. De manera progresiva, se ha ido forjando un importante consenso en Europa sobre la necesidad de articular un paquete de medidas que permita complementar los avances conseguidos en el terreno de la consolidación fiscal con un mayor progreso en la creación de empleo y la rápida recuperación del dinamismo económico. Las medidas, naturalmente, deberán ajustarse a las condiciones singulares de las distintas economías del área. En sus reuniones de mayo en Chicago y Bruselas, respectivamente, los jefes de Estado del G 8 y de la UE asumieron estos planteamientos.

Más allá de los logros obtenidos, la reforma de gobernanza europea requiere avances hacia una mayor integración

El área del euro ha dado pasos decisivos hacia una mayor corresponsabilidad y coordinación en el diseño y la vigilancia de las políticas fiscales y estructurales. No obstante, la revisión de la gobernanza constituye un proceso inacabado. La efectividad del renovado entramado institucional dependerá, a corto plazo, de la eficacia con que se pongan en funcionamiento los nuevos mecanismos y del grado en que los Gobiernos internalicen las exigencias que se derivan de la pertenencia a la UEM, muchas de las cuales implican restricciones al margen de autonomía de las políticas económicas nacionales. Sin embargo, dado el grado de interdependencia alcanzado por las economías que comparten la moneda común, el éxito a largo plazo de la unión monetaria dependerá, tal como ha ilustrado la crisis que experimenta el área, de la voluntad política de los Gobiernos para seguir avanzando en el camino de una mayor integración económica, particularmente en áreas tan sensibles como son la política fiscal y los sistemas bancarios.

Tras seis trimestres con tasas de variación positivas durante 2010 y la primera mitad de 2011, el PIB volvió a retroceder en el segundo semestre del pasado ejercicio, descenso que ha continuado en el primer trimestre de 2012 (véase gráfico 5.1). En todo caso, en el conjunto de 2011, el producto aumentó un 0,7 %, con una composición similar a la observada desde que la crisis se inició en 2008, con un descenso de la demanda nacional y un aumento de la demanda exterior neta. La reciente recaída de la actividad es indicativa tanto de la fragilidad de la recuperación anterior como de la intensidad de los diversos elementos que se acumularon en 2011 y que dieron al traste con esa mejora gradual del producto, entre los que se encuentran el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana y el consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras y el deterioro de la confianza, así como los propios efectos a corto plazo del esfuerzo de consolidación fiscal. Estos factores seguirán ejerciendo su influencia en 2012, por lo que se espera un retroceso de la actividad en este año, mientras que cabría esperar que en 2013 comenzaran a apreciarse los primeros estadios de una recuperación más duradera.

Dadas las necesidades de desapalancamiento de los sectores privado y público, la demanda exterior deberá ser el ingrediente fundamental que sostenga la recuperación económica. La contribución del sector exterior —sustancialmente positiva desde 2008 a 2011— se ha visto alterada más recientemente por dos fenómenos con implicaciones negativas: la debilidad de la zona del euro, que representa el principal mercado de exportación para España, y el encarecimiento del petróleo —producto del que la economía española es altamente dependiente—, que perjudica la corrección del déficit exterior y supone un trasvase adicional de renta hacia los países productores. Estos desarrollos, junto con el encarecimiento de la financiación exterior, de la que España también es muy dependiente, refuerzan las exigencias de mejora de la competitividad para recuperar el equilibrio exterior.

La crisis ha supuesto, además, un descenso de la población en edad de trabajar, influido por la reversión de los flujos netos de inmigración, que en 2011, de acuerdo con las estimaciones provisionales, fueron negativos por primera vez en el presente siglo. Esta evolución demográfica, junto con el incremento del paro estructural y la reducida aportación del *stock* de capital derivada de la evolución de la inversión, ha provocado una considerable reducción del crecimiento del producto potencial de la economía. Por su parte, la brecha de producción siguió siendo sustancialmente negativa, y se prevé que esa brecha se amplíe en 2012, como consecuencia de la caída esperada del PIB. Esta notable debilidad cíclica favorecerá el avance en el ajuste de algunos desequilibrios, con mejoras en la competitividad a través de menores presiones de precios, márgenes y salarios, descensos del déficit exterior y disminución del endeudamiento del sector privado, aunque dificultará la recuperación del empleo y la consolidación fiscal. En todo caso, serán necesarias medidas de corte estructural que ayuden a completar el proceso de ajuste y a consolidar la recuperación económica sobre bases más sanas y duraderas.

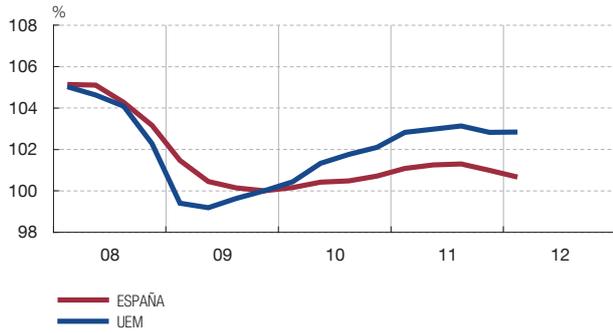
1 Las condiciones monetarias y financieras

El agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la UEM incidió con intensidad en la economía española, al verse afectada por un nuevo endurecimiento de las condiciones de financiación de los distintos sectores residentes en los mercados mayoristas. Las primas

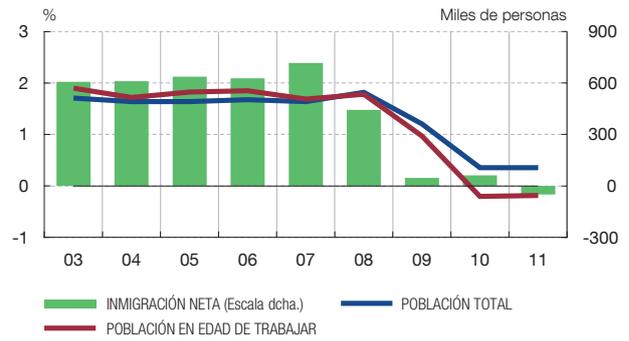
CARACTERIZACIÓN DEL CICLO ACTUAL (a)

GRÁFICO 5.1

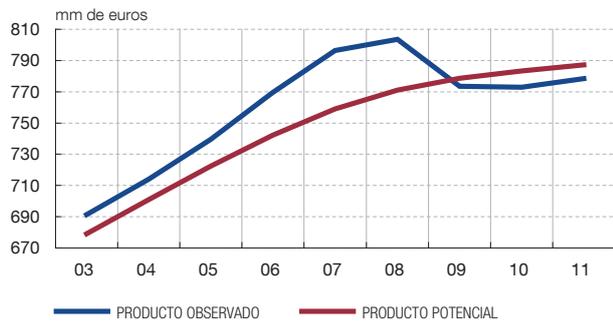
PIB
Nivel = 100 en IV TR 2009



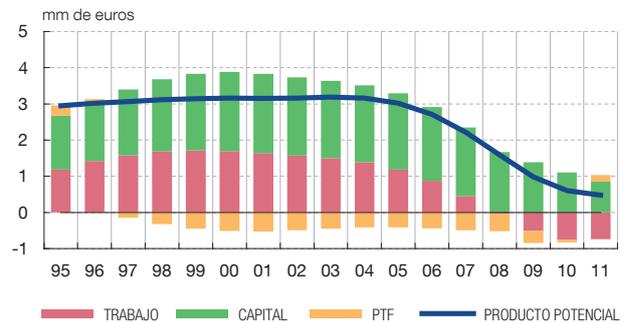
CIFRAS DE POBLACIÓN
Tasas de variación



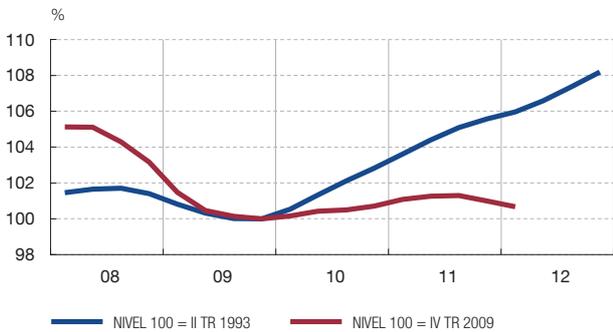
PRODUCCIÓN OBSERVADA Y POTENCIAL DE LA ECONOMÍA



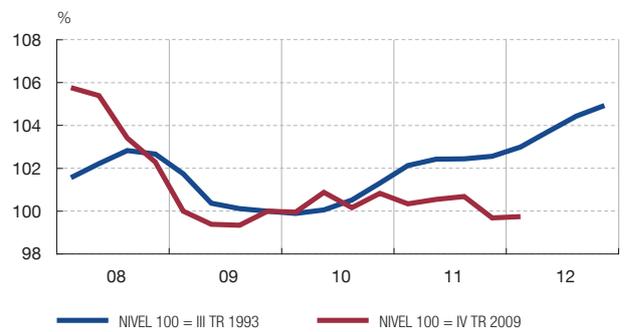
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA



PIB DE ESPAÑA



CONSUMO PRIVADO



INVERSIÓN EN VIVIENDA

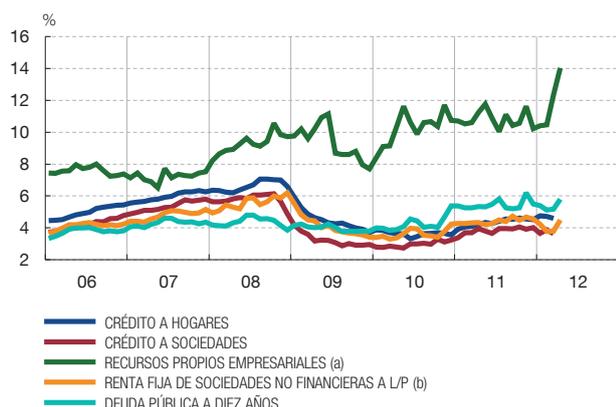


CONTRIBUCIONES DE LA DEMANDA EXTERIOR AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB

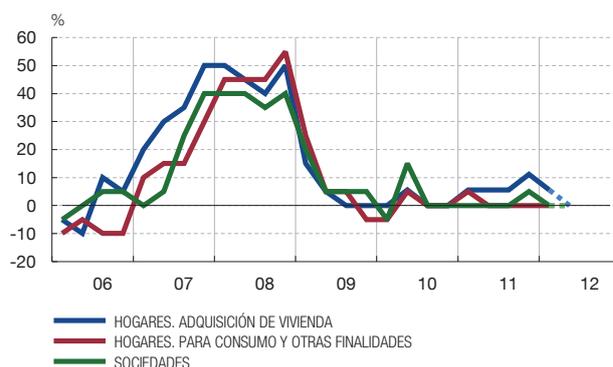


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

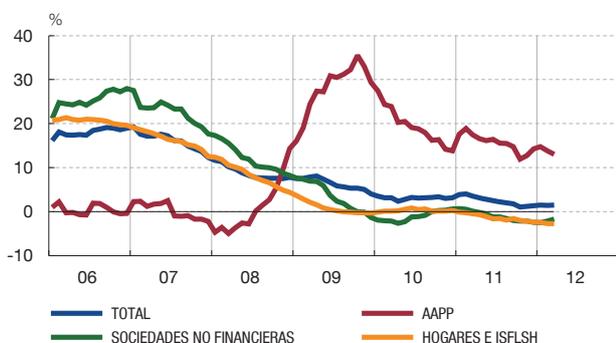
COSTE DE FINANCIACIÓN



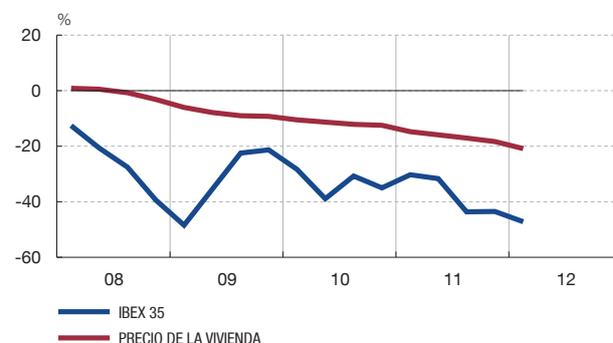
VARIACIONES DE LAS CONDICIONES DE OFERTA EN PRÉSTAMOS BANCARIOS (c) (d)



CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA FINANCIACIÓN



PRECIOS DE LOS ACTIVOS
Variación acumulada desde 2007



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 = porcentaje de entidades que señalan un endurecimiento considerable $\times 1$ + porcentaje de entidades que señalan cierto endurecimiento $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que señalan una cierta relajación $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que señalan una relajación considerable $\times 1$.
- d La línea discontinua indica las previsiones realizadas en el trimestre anterior por las entidades encuestadas.

La intensificación de las tensiones financieras en el verano de 2011 se tradujo en un nuevo endurecimiento de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas...

de riesgo de los valores emitidos por estos agentes —en particular, las AAPP y las entidades de crédito— volvieron a repuntar y, en este último caso, aumentaron las dificultades para captar fondos.

... que las entidades transmitieron en sus operaciones crediticias con las empresas y las familias

Desde comienzos de 2011, las entidades de crédito empezaron a trasladar progresivamente sus mayores costes de captación de fondos al diferencial sobre los tipos de referencia en los nuevos créditos concedidos a empresas y familias. Como resultado de su elevación y del aumento, durante la primera mitad del año, de las rentabilidades de mercado utilizadas como referencia en estas operaciones, se ha prolongado la senda ascendente que, desde mediados de 2010, presenta el coste de la financiación bancaria de estos sectores (véase gráfico 5.2). También se incrementó el asociado a las emisiones de valores de renta fija de las sociedades no financieras, sobre todo el de los pagarés, mientras que el

coste de las emisiones de renta variable mostró una notable volatilidad, en consonancia con la de las cotizaciones bursátiles, sin presentar, en el conjunto del pasado año, variaciones significativas. Además, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios, las instituciones financieras volvieron a endurecer los criterios de concesión de nuevos préstamos como consecuencia tanto de factores cíclicos como de los relacionados con las tensiones financieras. Las mayores necesidades de capital y provisiones impuestas a las entidades en las diversas fases del proceso de reestructuración financiera también contribuyeron a que las condiciones de concesión del crédito bancario fueran más estrictas.

El descenso del precio de los activos acentuó el endurecimiento de las condiciones financieras

El precio de los activos financieros y reales volvió a descender en 2011. La caída del IBEX 35 fue del 13,1 %, y la del precio de la vivienda libre del 6,8 %, 3,2 pp más que en 2010. De este modo, el valor de mercado de este activo acumulaba al cierre del pasado año un retroceso del 19 % desde comienzos de 2008 (25 % en términos reales). Esta evolución agravó el endurecimiento de las condiciones financieras. En el primer trimestre de 2012, el precio de la vivienda volvió a caer (un 3 % en términos intertrimestrales), mientras que el IBEX 35 acumulaba un descenso en torno al 25 % en el acumulado del año hasta finales de mayo.

El desapalancamiento de empresas y familias avanza con lentitud y dista de estar concluido

El endurecimiento en las condiciones de financiación bancaria, junto con la atonía de la demanda de préstamos de hogares y de sociedades, resultó en una contracción de los recursos ajenos de estos agentes, por lo que los ratios de endeudamiento de ambos sectores se redujeron. En el caso de las empresas, el retroceso del crédito pasó a ser generalizado por ramas de actividad. Con todo, esta pauta de desendeudamiento está teniendo lugar de forma lenta, en línea con otros episodios históricos, debido al débil crecimiento de las rentas (que constituyen el denominador de la ratio de endeudamiento), de modo que estos indicadores se sitúan todavía en niveles elevados, que deberán recortarse para facilitar recuperación del gasto del sector privado. Por otra parte, el coste medio de la deuda, que incorpora con algún retraso los movimientos en los tipos de interés interbancarios, mostró en 2011 una tendencia creciente, impidiendo que este factor aliviara el nivel de presión financiera soportado por estos sectores. No obstante, la disminución de los pasivos de las familias y de las empresas permitió que, a pesar de esa evolución, la carga financiera de estos agentes se redujese en 2011. Esta disminución tenderá a prolongarse en los próximos meses, gracias a la progresiva traslación al coste medio de los recursos ajenos del perfil descendente que desde mediados de 2011 han presentado las rentabilidades interbancarias, al compás de una política monetaria más acomodaticia.

2 Las políticas económicas

2.1 LA POLÍTICA FISCAL

En 2011, se produjo un desbordamiento sustancial del objetivo de déficit público

Tras el logro de los objetivos de déficit público para 2010, los presupuestos para 2011 y la actualización del Programa de Estabilidad plantearon una senda de consolidación que se apoyaba en dos terceras partes en el ajuste del gasto, además de en el incremento de algunas figuras impositivas. Con el fin de avanzar en el cumplimiento de los compromisos adquiridos en el marco europeo, que suponen reducir el déficit por debajo del 3 % del PIB en 2013, el objetivo de déficit para 2011 se fijó en el 6 % del PIB. En la primera mitad del año, ya se detectaron riesgos de desviaciones al alza de ese objetivo, por lo que tanto la Administración Central como numerosas CCAA anunciaron y aprobaron medidas correctoras a lo largo del verano. Pese a ello, el déficit de las AAPP se situó finalmente en el 8,9 % del PIB en 2011, lo que supone una desviación de 2,9 puntos del PIB respecto al objetivo inicial¹. Por su parte, la deuda pública aumentó en algo más de 7 puntos del PIB en 2011, hasta alcanzar el 68,5 % del PIB.

¹ Esta cifra de déficit incorpora una revisión al alza del cuatro décimas de PIB respecto a la estimación inicial, pues, a raíz de la finalización de la fase informativa previa del mecanismo financiero extraordinario para el pago a proveedores, se actualizó la cifra de cierre de las cuentas de algunas comunidades autónomas.

mm de euros y porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010	2011	Error de previsión en 2011 del Programa de Estabilidad 2011-2014 (a)	
						mm	% del PIB
1 RECURSOS NO FINANCIEROS	41,1	37,0	35,1	36,3	35,1	-23.025	-2,1
Recursos corrientes	40,6	36,7	35,1	36,3	35,3	—	—
Impuestos sobre prod. e importación	11,6	9,8	8,8	10,3	9,8	-10.592	-1,0
Impuestos sobre renta y patrimonio	13,0	10,7	9,6	9,5	9,5	-8.502	-0,8
Cotizaciones sociales	13,0	13,2	13,4	13,3	13,0	-2.951	-0,3
Otros recursos corrientes	3,0	3,0	3,2	3,1	3,0	—	—
Recursos de capital (b)	0,5	0,3	0,0	0,0	-0,1	—	—
2 EMPLEOS NO FINANCIEROS (c)	39,2	41,5	46,3	45,6	43,6	2.982	0,3
Remuneración de asalariados	10,2	10,9	12,0	11,9	11,5	822	0,1
Otros gastos de consumo final	7,7	8,2	8,9	8,7	8,2	1.098	0,1
Prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie	11,6	12,5	14,7	15,3	15,2	-47	0,0
Subvenciones	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	423	0,0
Intereses (c)	1,6	1,6	1,8	1,9	2,4	1.882	0,2
Otras transferencias	1,5	1,7	1,8	1,7	1,6	—	—
Empleos de capital	5,4	5,5	5,9	5,0	3,7	—	—
Formación bruta de capital	4,0	4,0	4,5	3,8	2,8	-1.993	-0,2
Otros empleos de capital (d)	1,4	1,5	1,5	1,2	0,9	—	—
3 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN (c) (3 = 1 - 2)	1,9	-4,5	-11,2	-9,3	-8,5	-26.007	-2,4
PRO MEMORIA							
Consumo final	18,3	19,5	21,3	21,1	20,3	722	0,1
Saldo primario	3,5	-2,9	-9,4	-7,4	-6,1	-24.125	-2,2
Deuda bruta (c)	36,3	40,2	53,9	61,2	68,5	—	—

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- a** Los niveles de las series del Programa de Estabilidad 2011-2014 (publicado en abril de 2011) se han calculado a partir de los ratios en porcentaje del PIB de las diferentes partidas y del crecimiento del PIB nominal descritos en el Programa de Estabilidad. El error de previsión se define como el dato observado menos la previsión presentada en el Programa de Estabilidad.
- b** Presenta signo negativo en algún caso debido a que el ajuste por recaudación incierta se incluye con ese signo entre estos recursos.
- c** Según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo.
- d** Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos.

La ligera reducción del déficit público en 2011 se basó en el ajuste del gasto público, mientras que se produjo una caída de los ingresos públicos...

... condicionada por la debilidad relativa de la demanda interna y la remuneración de asalariados de la economía

La mejora de 8 décimas del PIB observada en el saldo público en 2011 se debió exclusivamente al recorte del gasto público, que se redujo en algo más de 11.000 millones de euros, lo que hizo situarse su ratio sobre el PIB en el 43,6 %, frente al 45,6 % de 2010 (véanse cuadros 5.1 y 5.2). Por su parte, los ingresos de las AAPP se redujeron en algo más de 4.000 millones, a pesar del efecto de los incrementos impositivos aprobados —entre los que destacan los derivados del aumento de tipos del IVA en julio de 2010 y de la eliminación de la deducción en el IRPF de los 400 euros; los incrementos de los tipos del ahorro y de los aplicables a los tramos de rentas más altas en el IRPF; el cambio de los tipos de retención a cuenta del impuesto de sociedades, o las subidas de impuestos especiales—, de manera que la ratio de ingresos de las AAPP sobre el PIB se redujo hasta el 35,1 %, frente al 36,1 % de 2010.

La caída de la recaudación de impuestos indirectos supuso la mitad de la reducción total de los ingresos de las AAPP (0,6 % del PIB), principalmente por el mal comportamiento de los impuestos especiales y de los impuestos ligados al mercado inmobiliario, mientras que la recaudación por impuestos directos se mantuvo constante en porcentaje del PIB gracias a las medidas adoptadas, las cotizaciones sociales perdieron tres décimas de PIB, y el resto de ingresos, dos décimas. Esta evolución vino condicionada por la debilidad relativa

Porcentaje del PIB tendencial

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

FUENTE: Banco de España.

de la demanda interna y de la remuneración de asalariados de la economía con respecto al perfil de crecimiento del PIB, los cambios en la composición de la cesta de consumo sujeta al IVA, y la continuación de la tendencia a la baja en el gasto en ciertos productos específicos (gasolinas, tabaco y alcohol) y de las transacciones de vivienda.

La desviación respecto a los objetivos se concentró fundamentalmente en la evolución de los ingresos públicos y en las CCAA, si bien todos los niveles de la Administración incumplieron los objetivos programados

De la desviación observada, que alcanzó los 26.000 millones de euros, con respecto al objetivo inicial de déficit de las AAPP, un 90 % (unos 23.000 millones) se debió a los menores ingresos recaudados en relación con lo previsto en el Programa de Estabilidad de abril de 2011, mientras que los mayores gastos realizados frente a los proyectados explicarían los 3.000 millones restantes. Por sectores, un 65 % del total de la desviación presupuestaria de las AAPP se debió al incumplimiento de las CCAA (1,6 puntos del PIB); un 20 %, al de las Administraciones de la Seguridad Social (5 décimas del PIB), que volvieron a presentar por segundo año consecutivo un ligero déficit, mientras que la Administración Central y las Corporaciones Locales se desviaron en tres y en una décima del PIB, respectivamente.

Los resultados fiscales de 2011 han afectado a la credibilidad de las proyecciones presupuestarias y evidencian la dificultad del ajuste en un contexto de crecimiento económico reducido

El desbordamiento de los objetivos de déficit el año pasado ha desvelado los fallos que existían en los procedimientos entonces vigentes para el seguimiento, la alerta temprana y el control presupuestario (sobre todo en el ámbito de las CCAA), que la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria viene a subsanar. En primer lugar, resulta necesario disponer de información puntual y adecuada sobre la ejecución presupuestaria para corregir a tiempo las posibles desviaciones que puedan surgir. Asimismo, la cuantiosa desviación del déficit

en 2011 ha puesto al descubierto las deficiencias que arrastraban los mecanismos para asegurar el cumplimiento de los objetivos por parte de todos los niveles de las Administraciones Públicas. Pero también ha evidenciado la dificultad de corregir la dinámica fiscal en situaciones de bajo crecimiento, en particular en una situación como la de la economía española, que se encuentra inmersa en un proceso de ajuste y cuyas perspectivas de crecimiento descansan en el sector exterior, lo que tiende a generar incrementos muy moderados de los ingresos impositivos en el corto y en el medio plazo, sobre todo si ese proceso viene, además, acompañado de una fuerte corrección del sector inmobiliario.

Para 2012, los Presupuestos Generales del Estado (PGE) contienen numerosas medidas de ajuste, pero no están exentos de riesgos de desviación

Los Presupuestos Generales del Estado para 2012 contienen diversas medidas que aspiran a alcanzar el objetivo de déficit marcado para el Estado y la Seguridad Social en ese año, y que se añaden a las ya aprobadas a finales de 2011, que consistieron esencialmente en aumentar los tipos marginales del IRPF y el impuesto sobre bienes inmuebles. Entre las nuevas medidas adoptadas, destacan el aumento de la imposición implícita sobre sociedades, una regularización fiscal —que pretende aflorar rentas y patrimonio no declarado— y un recorte adicional del gasto, que afectará primordialmente a los de capital, pero también a las compras de bienes y servicios y a las transferencias corrientes a familias y a empresas. Estos Presupuestos no se encuentran, sin embargo, exentos de riesgos de desviación. Por el lado de los ingresos, la recaudación de los ingresos tributarios se encuentra condicionada por la efectividad que acaben teniendo los numerosos cambios normativos aprobados. Por el lado del gasto, tampoco puede descartarse una evolución más negativa de aquellas partidas, como las prestaciones por desempleo o las pensiones, cuya magnitud depende de la tasa de paro, la demografía o la inflación, aspecto que hay que relacionarlo, además, con los riesgos de que las cotizaciones sociales también se desvíen de lo presupuestado.

La reforma constitucional y la nueva Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria pueden resultar cruciales para asegurar el éxito de la consolidación...

La aprobación de la reforma de la Constitución en septiembre de 2011 para incorporar los límites al déficit y a la deuda establecidos a nivel europeo, que ha sido desarrollada con posterioridad en la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LEP), supone un fortalecimiento del marco presupuestario nacional y su contenido se encuentra en plena sintonía con las recientes reformas comunitarias de la gobernanza. Su aplicación debería mejorar de forma significativa la transparencia de la actuación de las AAPP, al exigir, entre otros aspectos, una publicación regular de la ejecución presupuestaria de las Administraciones Territoriales, con carácter mensual en el caso de las CCAA y trimestral en el de las Corporaciones Locales. Por otra parte, la LEP incluye nuevos instrumentos coercitivos para asegurar el cumplimiento de los objetivos presupuestarios por todos los niveles de gobierno. Se incorpora la posibilidad de establecer sanciones, se obliga al ajuste automático del gasto de las CCAA en determinados casos de incumplimiento, e incluso se prevé la imposición de medidas de ajuste por parte del Gobierno central, de obligada observancia para las Administraciones Territoriales.

... si se aplican con rigor los nuevos requisitos de información y los mecanismos de control

La aplicación de forma rigurosa e inmediata de la Ley, en particular en relación con los mecanismos de seguimiento y control, así como con aquellos destinados a hacer cumplir los objetivos establecidos por todas las AAPP, resulta crucial para asegurar el cumplimiento de los objetivos.

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

El Gobierno presentó, el pasado 27 de abril, una nueva Actualización del Programa de Estabilidad (APE), que comprende el período 2012-2015. La APE confirma la senda de consolidación presupuestaria hasta 2013, que, de realizarse, 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 y la ratio de

deuda pública sobre el PIB alcanzaría el 82,3 % del PIB en 2013. Asimismo, para 2015 se proyecta un déficit público del 1,1 % y una reducción de la ratio de deuda pública hasta el 80,8 %. Del ajuste total previsto para el período 2011-2015, casi un 75 % se realizaría en los dos primeros años del Programa (2012 y 2013), es esencialmente de carácter estructural y se concentra en un 80 % en la reducción del gasto. Estos objetivos deben cumplirse de forma estricta, también con el fin de asegurar que no se supera el límite del 60 % de la ratio de deuda pública sobre el PIB en 2020, tal y como establece la LEP.

2.2 LAS OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Tras los cambios en la legislación laboral de 2010, en 2011 se reformó la negociación colectiva y se introdujeron modificaciones legislativas adicionales

En relación con las otras políticas económicas, el fuerte deterioro del mercado de trabajo puso de manifiesto la necesidad de reformas adicionales que resolvieran sus principales debilidades. Así, en febrero de 2011 se aprobó un plan de fomento a la contratación a tiempo parcial y una nueva estrategia para las políticas activas de empleo. En junio, la reforma de la negociación colectiva pretendió avanzar en la descentralización de la determinación de las condiciones laborales, al establecer la prioridad aplicativa de los convenios de empresa sobre lo pactado en convenios de ámbito superior en un conjunto relativamente amplio de materias, incluyendo salarios, salvo pacto contrario a nivel sectorial estatal o de CCAA. Asimismo, se introdujeron leves ajustes en la regulación de los descuelgues salariales, se fomentó el uso del arbitraje como medio de resolución de conflictos y se impuso un calendario concreto de renovación de un convenio con el objeto de mitigar la ultraactividad. Finalmente, en agosto se aprobaron nuevos incentivos al contrato de formación y se eliminaron temporalmente las limitaciones al encadenamiento de contratos temporales. Aunque es complejo evaluar la efectividad de estas medidas, sobre todo debido a la dificultad de aislar los efectos cíclicos, el impacto fue, en general, reducido.

Ante el fuerte deterioro del mercado laboral, a principios de 2012 el Gobierno aprobó una reforma laboral de mayor calado

El nuevo Gobierno elegido en las elecciones de noviembre de 2011 aprobó una reforma laboral en febrero de 2012, que incluyó un amplio conjunto de modificaciones dirigidas a facilitar la adaptación de las condiciones laborales ante eventuales dificultades de la empresa, así como cambios sustanciales en los mecanismos vigentes para la extinción de los contratos y avances de menor entidad en los ámbitos de la contratación y de las políticas activas. En materia de flexibilidad interna, se eliminó la posibilidad de que los convenios de ámbito superior anulen la prioridad aplicativa de los convenios de empresa; se ampliaron las materias sobre las que se pueden inaplicar las condiciones laborales pactadas en un convenio de ámbito superior y se objetivaron las condiciones para ello, y se estableció un límite máximo de dos años para la vigencia de un convenio tras su finalización.

Esta reforma introdujo cambios sustanciales en los costes de despido de los trabajadores indefinidos que los sitúan en niveles más similares a los observados en otros países europeos. En concreto, se incluyó una redefinición de las causas económicas del despido para limitar la interpretación judicial sobre su razonabilidad, se redujo la indemnización máxima por despido improcedente hasta los 33 días por año trabajado y se eliminó la opción del denominado «despido exprés» —despido disciplinario improcedente—. En términos del procedimiento, se suprimió la necesidad de acuerdo con los representantes de los trabajadores y la autorización administrativa en el caso de los despidos colectivos, y se eliminó la obligación del pago de los salarios de tramitación por parte de la empresa entre el momento de notificación del despido y su resolución judicial. Finalmente, en relación con las modalidades de contratación, se introdujo un nuevo tipo de contrato indefinido para las empresas con menos de 50 trabajadores, con un período de prueba extendido a un año y diferentes incentivos fiscales a la contratación de jóvenes y desempleados de larga duración.

Esta nueva reforma contribuirá a la creación de empleo, aunque serán necesarias actuaciones adicionales

En conjunto, los cambios introducidos deberán facilitar que el ajuste se reparta de forma más equilibrada entre salarios y empleo ante perturbaciones negativas sobre las empresas —lo contrario de lo ocurrido en la crisis actual—, lo que favorecería la creación de empleo. También debería promover una mayor relación entre productividad y condiciones salariales, lo que contribuiría a mejorar la eficiencia en la asignación del factor trabajo en términos sectoriales, geográficos o por nivel educativo, elemento crucial para absorber el elevado nivel de paro, reducir los desequilibrios entre la cualificación demandada por las empresas y la ofrecida por los trabajadores y, en última instancia, incrementar la productividad. En todo caso, para absorber el elevado número de desempleados resultan necesarias medidas más ambiciosas en materia de políticas activas, si bien algunas de las medidas aprobadas recientemente, como la posibilidad de simultanear el trabajo a tiempo parcial y la prestación de desempleo, la actuación directa de las empresas de trabajo temporal como agencias de colocación privadas y la participación de entidades privadas en el diseño y la planificación del subsistema de formación profesional para el empleo, pueden contribuir a activar el mercado laboral.

Fuera del ámbito del mercado laboral, destacan las medidas relativas al mercado de la vivienda

A finales de 2011 se reintrodujo la desgravación fiscal por adquisición de vivienda, tras su eliminación para las rentas superiores a 24.000 euros a principios de año, y se extendió la rebaja temporal del IVA aplicado a la compra de vivienda nueva. Estas medidas, que en principio deberían contribuir a impulsar la demanda de vivienda y a acelerar la absorción del elevado *stock* residencial sin vender, suponen un paso atrás en la necesaria neutralidad fiscal entre la tenencia de vivienda en alquiler y aquella en propiedad. No obstante, en mayo de 2012 el Gobierno presentó un paquete de medidas, que incluye una reforma de la Ley de arrendamientos urbanos, que reduce de cinco a tres años el plazo de protección de los inquilinos y permite la actualización de la renta de acuerdo con la voluntad de las partes, frente a la obligación actual de indicación con el IPC general. Además, se incluyen medidas procesales para agilizar el desahucio de los morosos, y de tipo fiscal, dirigidas a favorecer la constitución de las Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) y la compraventa de inmuebles urbanos en 2012. Las medidas propuestas deberían favorecer el desarrollo del mercado del alquiler a través de la liberalización de las condiciones contractuales de los contratos y de otorgar una mayor seguridad jurídica a los propietarios, así como de la profesionalización de la oferta de viviendas en alquiler.

3 La demanda

3.1 LA DEMANDA NACIONAL

Se observó un gradual empeoramiento de la demanda nacional desde la primavera de 2011, con una mayor debilidad del consumo privado

En 2011, la demanda nacional volvió a retroceder de forma más intensa que en 2010 (véase cuadro 5.3). Tanto el componente público como el gasto de las familias contribuyeron a esta caída del gasto interno, mientras que la inversión empresarial ejerció una modesta aportación positiva (véase gráfico 5.3).

Tras el avance del año anterior, el gasto en consumo final de los hogares registró un leve retroceso en 2011 (-0,1%), con un comportamiento especialmente desfavorable en el último trimestre, que se ha prolongado al inicio del presente ejercicio, al compás de un deterioro significativo de los principales determinantes de este componente de la demanda, como son la confianza, la renta, la riqueza y las condiciones financieras (véase gráfico 5.4). Atendiendo a la finalidad del gasto, la pérdida de dinamismo en comparación con el ejercicio precedente afectó sobre todo a la adquisición de bienes duraderos, componente que muestra habitualmente un perfil cíclico más marcado.

El recrudescimiento de la crisis de deuda soberana condujo a un empeoramiento de la confianza de los consumidores

En la primera mitad de 2011, la confianza de los consumidores llegó a recuperar los niveles de la primavera de 2007, previos al inicio de la crisis. Pero, a partir del verano, se produjo un notable retroceso de este indicador, ante el aumento de la incertidumbre vinculado al agravamiento de la crisis de deuda soberana y su acusado impacto en el empleo, empeoramiento que se ha intensificado en los primeros meses de 2012.

	% del PIB (a)		Tasa de variación (b)					
	2000	2011	2006	2007	2008	2009	2010	2011
DEMANDA NACIONAL	103,1	100,6	5,2	4,1	-0,5	-6,2	-1,0	-1,7
HOGARES E ISFLSH								
Gasto en consumo final	59,7	58,3	4,0	3,5	-0,6	-4,3	0,8	-0,1
Consumo duradero	6,3	3,5	4,4	3,3	-5,2	-11,3	-2,3	-9,8
Consumo no duradero	53,4	54,8	4,0	3,5	-0,3	-4,0	1,0	0,4
Vivienda	9,0	6,9	6,6	1,4	-9,1	-22,1	-9,9	-4,9
EMPRESAS								
Inversión productiva privada (c)	13,7	12,0	7,2	4,9	-2,6	-19,8	0,3	2,6
Construcción	5,2	5,4	5,7	-0,5	-1,6	-16,3	-5,1	2,6
Equipo	7,4	5,4	8,5	10,0	-4,5	-27,1	8,3	3,2
Activos fijos inmateriales	1,0	1,3	8,4	9,0	2,4	-3,9	-4,8	0,0
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS								
Gasto en consumo final	17,1	20,3	4,6	5,6	5,9	3,7	0,2	-2,2
Formación bruta de capital fijo	3,2	2,8	8,7	13,0	0,8	9,6	-16,2	-29,0
Construcción	2,4	1,7	9,6	13,6	-1,5	11,1	-18,9	-37,5
Equipo	0,8	1,0	6,3	11,3	7,7	5,4	-8,2	-7,0
PRO MEMORIA								
Formación bruta de capital fijo	25,8	21,7	7,1	4,5	-4,7	-16,6	-6,3	-5,1
Equipo	8,3	6,4	8,2	10,2	-2,9	-22,3	5,1	1,4
Maquinaria	5,5	4,5	9,5	10,6	-0,1	-16,7	5,3	-0,1
Transporte	2,6	1,8	8,9	7,7	-9,2	-36,6	4,9	5,8
Construcción	16,6	14,0	6,7	2,4	-5,8	-15,4	-10,1	-8,1
Viviendas	9,0	6,9	6,6	1,4	-9,1	-22,1	-9,9	-4,9
Otras construcciones	7,6	7,1	6,8	3,6	-1,6	-7,6	-10,4	-11,2
Activos fijos inmateriales	1,0	1,3	8,4	9,0	2,4	-3,9	-4,8	0,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Contabilidad Nacional base 2008, precios corrientes.

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

c Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

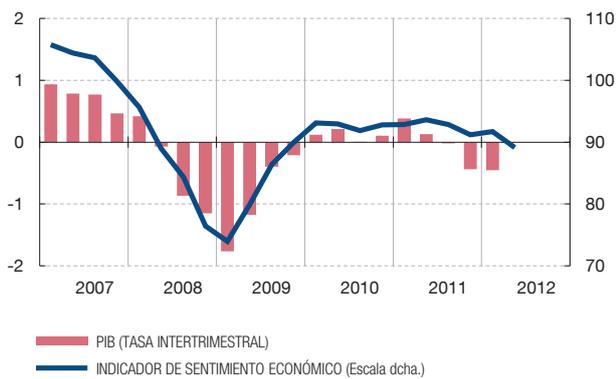
Tras un período transitorio de mejoría, las rentas de los hogares han vuelto a debilitarse

En términos nominales, los ingresos de las familias avanzaron en 2011 un 0,4 %, en contraste con el descenso del 2,4 % del año anterior. Esta mejora se explica, sobre todo, por el comportamiento más dinámico del excedente y de la remuneración de asalariados. En todo caso, el modesto crecimiento de la renta en términos nominales fue insuficiente para compensar la pérdida de poder adquisitivo derivada del repunte de la inflación de los precios de consumo, de modo que los ingresos familiares descendieron un 2,7 % en términos reales. Previsiblemente, la renta real de las familias retrocedió de nuevo en el tramo inicial de 2012, debido a la intensificación del proceso de destrucción de empleo y a la elevación de los tipos del IRPF.

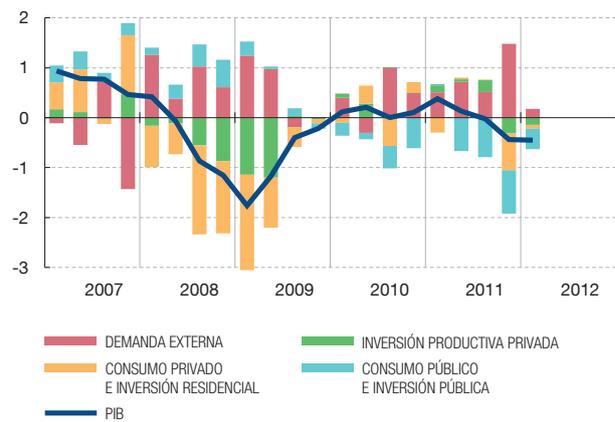
La caída de los precios de los activos dio lugar a un nuevo retroceso de la riqueza real de las familias

La riqueza neta de las familias volvió a descender como consecuencia de la disminución de los precios de los activos (tanto reales como financieros), lo que desanimó el consumo. El gasto también se vio afectado por la necesidad de los hogares de reducir su elevado nivel de endeudamiento, tras el rápido proceso de acumulación de pasivos financieros que tuvo lugar durante la etapa de expansión. La ratio de deuda bruta se situó en el 82 % del PIB al final de 2011, casi 4 pp por debajo del nivel del año anterior. Finalmente, la ra-

PIB E INDICADOR DE CONFIANZA



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

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

lentización de factores demográficos como el crecimiento de la población y la formación de nuevos hogares contribuyó a moderar adicionalmente el consumo.

La tasa de ahorro siguió disminuyendo, hasta alcanzar su menor nivel desde mediados de 2008

El retroceso de la renta real superó ampliamente al del consumo, dando lugar a un nuevo descenso de la tasa de ahorro, hasta el 11,6 % de la renta disponible, nivel inferior en casi 7 pp al máximo alcanzado en 2009. Esta reducción de la tasa de ahorro respondería al deseo de las familias de suavizar su patrón de consumo, así como al aumento del número de hogares (por ejemplo, afectados por el desempleo) con una escasa capacidad de ahorrar. Estos factores habrían prevalecido frente al mayor clima de incertidumbre y la disminución de la riqueza neta, elementos que, en principio, deberían haber conducido a un aumento de la tasa de ahorro.

La capacidad de financiación de las familias siguió siendo positiva, aunque inferior a la de años anteriores

En 2011, los hogares presentaron por cuarto año consecutivo capacidad de financiación (por un importe del 2,3 % del PIB), aunque esta fue inferior a la registrada en 2010. El ahorro de los hogares disminuyó 1,7 pp en términos del PIB, pero también la inversión se redujo en 0,5 pp.

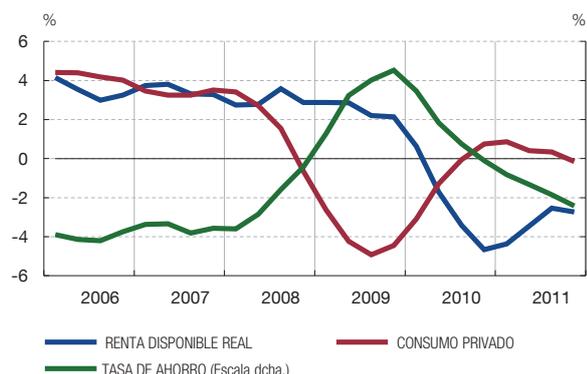
La inversión residencial continuó cayendo como consecuencia del reducido nivel de iniciación de viviendas, en un contexto de debilidad de la demanda y de un elevado volumen de viviendas sin vender

En el conjunto del año disminuyó el número de viviendas iniciadas, hasta situarse por debajo de las 100.000 unidades, un 30 % menos que en 2010, pues el desarrollo de nuevos proyectos se está viendo frenado por la atonía de la demanda y por el elevado volumen de viviendas todavía sin vender (véase gráfico 5.5). Esta reducción de las viviendas iniciadas se está traduciendo en un descenso de la cifra de inmuebles en fase de construcción y, por tanto, del volumen de inversión residencial. En concreto, el gasto en vivienda cayó en 2011 un 5 %, hasta situarse en el 7 % del PIB, en términos nominales, frente al 12,5 % del PIB alcanzado en el máximo de la fase alcista.

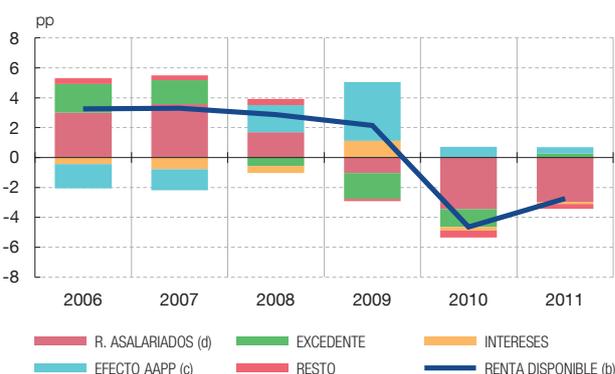
El descenso de la demanda de viviendas estuvo asociado a los cambios en la fiscalidad y a un empeoramiento de la accesibilidad...

El volumen de transacciones de viviendas registró el año pasado una marcada caída, cercana al 30 %, asociada, en parte, al adelantamiento de compras a 2010 por la desaparición parcial de la desgravación fiscal introducida a principios de 2011. Asimismo, hubo otros factores adicionales que limitaron la demanda de viviendas y que, en conjunto, se reflejaron en un deterioro de los indicadores de accesibilidad, a pesar del descenso de los precios. Por un lado, el empeoramiento de las condiciones de financiación, con un aumento de los tipos de interés hipotecarios y un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito para adquisición de vivienda, y, por otro, la debilidad de la renta de las familias y el retroceso del empleo.

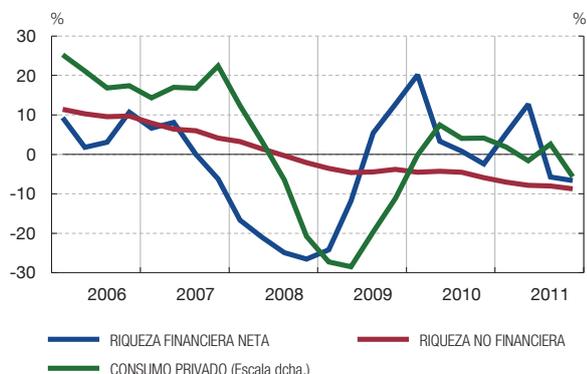
RENTA, CONSUMO Y TASA DE AHORRO (a)
(Acumulado de cuatro trimestres)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO REAL DE LA RENTA DISPONIBLE



RIQUEZA DE LAS FAMILIAS Y CONSUMO (b)



INDICADORES DE CONFIANZA (e)



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

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

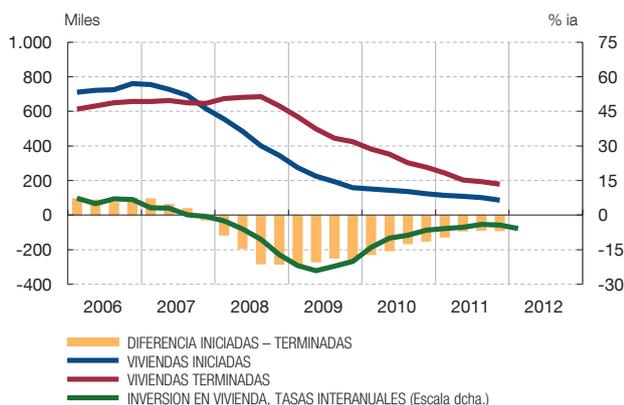
... dando lugar a una escasa reducción del stock de viviendas sin vender, que podría limitar, junto con la atonía de la demanda, la recuperación de la inversión residencial en 2012

El número de viviendas nuevas demandadas apenas superó al de las terminadas, lo que indica que el proceso de reabsorción del exceso de viviendas construidas está siendo muy lento. Además, a pesar del impulso que pueda proporcionar la restauración de la desgravación fiscal para todos los contribuyentes y el mantenimiento del IVA reducido en el 4 % durante todo el año, no se espera una clara recuperación de la demanda de viviendas en 2012, dado el deterioro de la renta de los hogares y la persistencia de condiciones de financiación estrictas. Por todo ello, es previsible que se observe un ajuste adicional a la baja de la inversión residencial en el presente ejercicio.

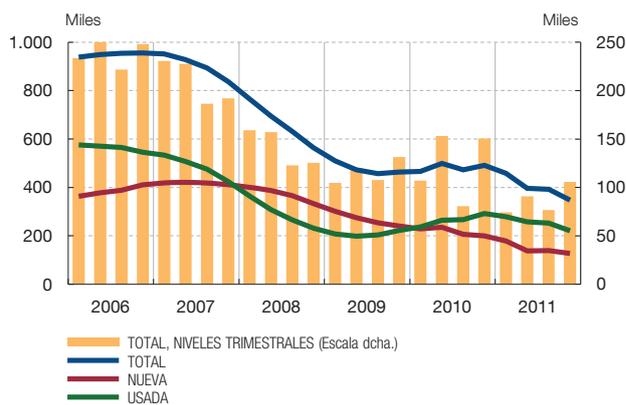
La inversión empresarial mantuvo un débil crecimiento, habida cuenta de la contracción de la demanda interna y de la elevada incertidumbre

La inversión empresarial registró un leve crecimiento en 2011 (del 2,2 %), con un retroceso en el último trimestre. Las decisiones de inversión estuvieron muy condicionadas por la debilidad de la demanda, el menor dinamismo de las exportaciones en la segunda parte del año y el creciente nivel de incertidumbre, que condujo a un deterioro de la confianza empresarial. Asimismo, el endurecimiento de las condiciones financieras desanimó la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión e impulsó el saneamiento de los balances empresariales.

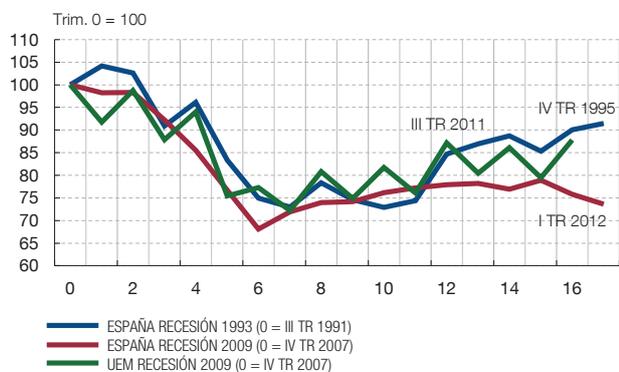
OFERTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO DE CUATRO TRIMESTRES)



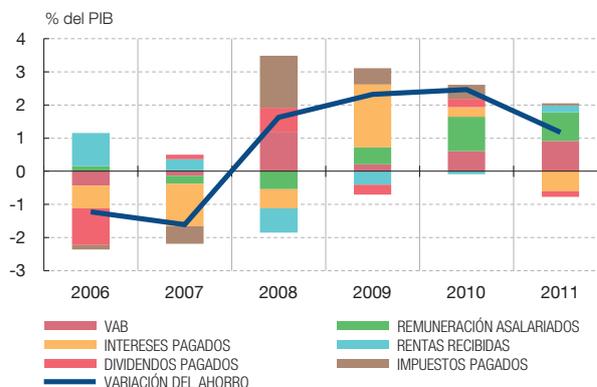
COMPRVENTA DE VIVIENDAS (ACUMULADO DE CUATRO TRIMESTRES)



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



VARIACIÓN DEL AHORRO BRUTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



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

La trayectoria de recuperación de la inversión en bienes de equipo fue muy moderada e inferior a la de la UEM

Por activos de inversión, tanto el componente de bienes de equipo como el de construcción contribuyeron al crecimiento de la inversión empresarial en 2011. En el primer caso, la desaceleración a lo largo del ejercicio fue significativa, truncándose la trayectoria de mejora observada desde finales de 2009. De esta forma, la senda de recuperación de este componente fue menos intensa que la habida en otros episodios similares en España y, sobre todo, que la observada en el área del euro en la actualidad. Además, la reversión de ese proceso de recuperación se prolongará previsiblemente en 2012, habida cuenta de la atonía de la demanda interna, el empeoramiento generalizado de las perspectivas económicas, la elevada incertidumbre y la reducida utilización de la capacidad productiva.

Continúa el proceso de saneamiento de los balances de las sociedades no financieras, con un aumento de la capacidad de financiación hasta el 1,6 % del PIB y una disminución de la ratio de endeudamiento

En un entorno de dificultad de acceso a la financiación externa, la generación de recursos internos permitió financiar la escasa inversión y continuar avanzando en el proceso de saneamiento de sus balances. Así, en 2011 se registró un nuevo incremento del ahorro empresarial, que vino asociado al modesto repunte de la actividad y a la reducción de la remuneración de asalariados —por descenso en el nivel de empleo—, mientras que la carga de intereses tuvo una aportación negativa. El aumento del ahorro de las empresas y, en menor medida, la debilidad de su inversión llevaron a una nueva ampliación de la capacidad de financiación de este sector, hasta el 1,6 % del PIB en 2011, que fue coherente con la disminución de las ratios de endeudamiento. No obstante, este saneamiento se está produciendo en un contexto de deterioro del tejido empresarial, con particular incidencia en algunos segmentos, tal y como se analiza con mayor detalle en el recuadro 5.1,

Desde 2008, la economía española está inmersa en una profunda fase de ajuste, que ha provocado un incremento significativo de la destrucción de empresas. En concreto, de acuerdo con los datos disponibles sobre demografía empresarial en España¹, se estima que en el período 2008-2010² desaparecieron en términos netos (entradas menos salidas) unas 65.000 empresas en media anual, lo que contrasta con el incremento neto anual medio de cerca de 120.000 unidades del período 2002-2007³. Aunque el fenómeno de la salida y entrada de empresas es consustancial al proceso evolutivo de todo sistema económico, que progresa a través de la reasignación de recursos desde empresas ineficientes hacia proyectos más competitivos, este ciclo virtuoso puede verse, sin embargo, distorsionado si iniciativas empresariales viables son abocadas a su desaparición por factores exógenos, lo que afectaría negativamente al capital físico y humano y, por tanto, al potencial de crecimiento a medio y largo plazo de la economía.

El cambio en el signo de los flujos de creación de empresas ha sido resultado tanto de la reducción en el número de nuevos proyectos como, principalmente, del incremento en el ritmo de la desaparición de empresas. Así, mientras que en el período 2002-2007 el promedio anual en el número de salidas de empresas era de

270.000 entidades, durante 2008-2010, este número medio aumentó hasta las 391.000 desapariciones anuales. Si se analiza la distribución de la destrucción de empresas de acuerdo con su tamaño y su sector de actividad (véase cuadro adjunto), es notable el aumento experimentado en el número de salidas de las empresas con un número de asalariados de entre 1 y 9 personas. En cuanto a los sectores económicos, todas las ramas de actividad han registrado durante la crisis unas tasas de salida de empresas superiores a las de los años anteriores, siendo muy acusado el incremento en el sector de la construcción, donde el cierre de empresas alcanzó el 16 % de las preexistentes, y el de hostelería, en que aumentó hasta el 14 %. Por otra parte, si se comparan estos resultados con los observados en otros países de la Unión Europea (Alemania, Francia, Italia, Portugal y el Reino Unido), utilizando la información de Eurostat que se encuentra disponible solamente hasta 2009, el incremento en los flujos de salidas de empresas en España durante la crisis económica ha sido similar al observado en otras economías (véase gráfico 1).

La información disponible sobre la demografía empresarial permite analizar también la incidencia de la desaparición de empresas en la evolución del empleo. De acuerdo con la información de Eurostat, España fue la economía europea donde el número de personas ocupadas en el total de empresas activas descendió de una forma más severa durante la crisis, en torno a un 6 % en 2009, frente a los retrocesos del 2,1 % en Italia, el 2,6 % en Alemania y el 3,6 % en Portugal, al tiempo que en el Reino Unido se registraba un ligero avance, del 0,3 %. En el caso de la economía española, la contribución negativa de las empresas salientes a la destrucción de puestos de trabajo fue muy significativa, en torno a los 4 pp, lo que representa algo más del 60 % del descenso del empleo total, solo superada por la aportación negativa de las

1 La estadística de referencia para nuestro país para el análisis del censo empresarial es la información proporcionada por el INE a través del Directorio Central de Empresas (DIRCE), que se nutre, fundamentalmente, de información fiscal. Las comparaciones internacionales se hacen con los datos ofrecidos por Eurostat, que, con el fin de hacer los datos comparables, somete a los datos de altas y bajas ofrecidos por cada uno de los países a un proceso de depuración propio.
 2 Último año del que se dispone de información.
 3 Esta cifra incluye autónomos y sociedades mercantiles.

ESPAÑA: BAJAS DE EMPRESAS. DISTRIBUCIÓN POR SECTORES (a)

SECTOR	Total		Sin asalariados		De 1 a 9 asalariados		Más de 10 asalariados	
	2002-2007	2008-2010	2002-2007	2008-2010	2002-2007	2008-2010	2002-2007	2008-2010
TOTAL	8,8	11,7	11,3	13,5	6,6	10,5	2,6	2,7
Manufacturas	7,5	9,1	12,8	14,6	6,2	7,8	2,1	1,9
Extracción	5,5	6,1	11,0	11,4	4,8	6,2	1,5	0,4
Energía y reciclaje	3,1	5,2	3,7	5,4	2,8	5,8	2,5	1,5
Construcción	9,9	16,4	13,0	17,6	7,9	16,5	3,9	5,3
Comercio y ventas de vehículos	9,3	10,7	12,5	13,9	6,4	8,1	1,7	1,5
Act. inmobiliarias	6,4	11,8	8,1	9,9	4,4	15,1	1,8	3,5
Transporte	6,7	8,5	7,8	9,7	5,2	7,5	1,6	1,5
Hostelería	12,8	14,1	16,5	17,7	10,4	12,2	4,3	3,1
Correos y telecomunicaciones	10,7	12,7	14,0	16,8	9,4	9,2	3,5	1,8
Serv. financieros	8,8	10,5	11,0	12,7	4,3	6,2	2,1	2,0
Otros sv. de mercado	7,7	10,5	9,3	11,0	5,1	10,1	2,7	2,3
Sv. no de mercado	7,8	10,4	10,5	12,4	5,3	9,2	2,4	2,7

FUENTE: DIRCE. Hasta 2007, CNAE 93; desde 2008, CNAE 2009.

a Porcentaje sobre el total de empresas del año anterior. Media del período.

empresas desaparecidas en Portugal, y muy superior a la registrada en el resto de las economías de nuestro entorno.

Con el objetivo de entender mejor el proceso de desaparición de empresas, a continuación se efectúa un análisis de sus principales determinantes a partir de los datos de la Central de Balances-Registros Mercantiles del Banco de España⁴ y la información estadística sobre salida de empresas proporcionada por el DIRCE, en este caso exclusivamente la relativa a sociedades⁵. En concreto, se estima un modelo *probit* multivariante en el que la variable dependiente es una variable ficticia, que toma el valor 1 si la empresa sale del mercado entre 2008 y 2010, y cero en el caso contrario. Se distinguen dos grupos de potenciales variables explicativas. Por un lado, se aproximan ciertas características «estructurales» de la empresa, cuyo valor se toma como constante e igual al existente en el período precrisis (años 2006-2007), como el

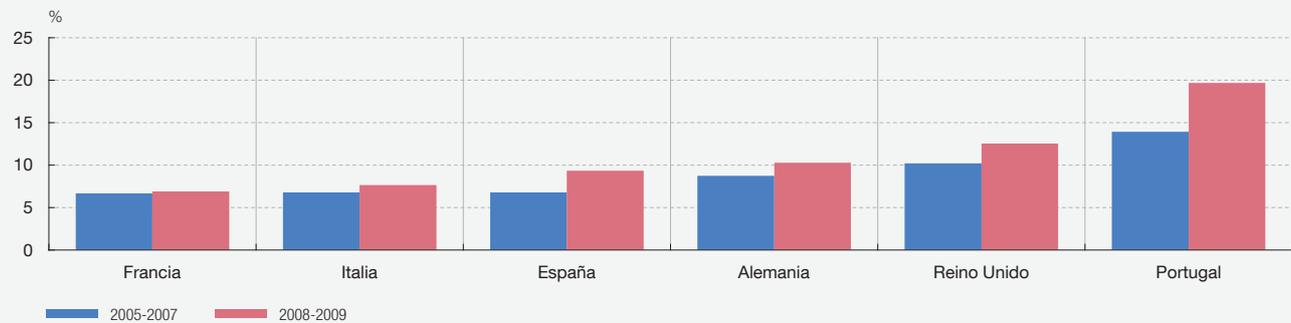
tamaño de la empresa, la antigüedad, la existencia de actividad exportadora o la temporalidad del empleo. El segundo grupo de variables, de carácter más coyuntural y que puede modificar, por tanto, sus valores a lo largo del período de crisis⁶, incluye la ratio de endeudamiento⁷, la carga financiera⁸, la variación del resultado del ejercicio, una *proxy* del grado de flexibilidad/rigidez salarial de la empresa⁹ y, finalmente, el período medio de cobro de clientes, variable que intenta captar la incidencia de la morosidad comercial sobre la probabilidad de desaparición de una empresa¹⁰.

Los resultados revelan que uno de mayores determinantes de la desaparición de empresas es el tamaño (véase gráfico 2). En concreto, una empresa que en el momento de comenzar la crisis contaba con menos de 10 empleados tiene un 50 % más de probabilidad

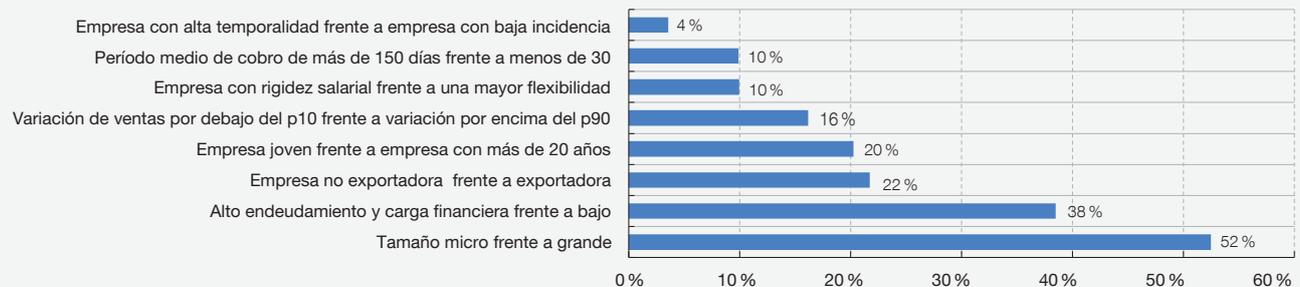
- 4 Es importante destacar que solo las entidades con forma societaria tienen la obligación de depositar sus cuentas en los Registros Mercantiles, por lo que no se dispone de información sobre las empresas constituidas por personas físicas.
- 5 Se ha seleccionado una muestra de empresas que estaban activas en el período 2006-2007 para las que se disponía de información sobre las variables tradicionalmente consideradas como relevantes por la literatura empírica. Tras el proceso de depuración de datos, se dispone de más de 140.000 sociedades, en torno a 210.000 observaciones para el análisis.

- 6 Aunque dichas variables se retardan un período (o dos) para evitar en la medida de lo posible problemas de endogeneidad, y asumiendo con ello que están predeterminadas en el momento de desaparición de la empresa.
- 7 Definido como los recursos ajenos con coste sobre el activo neto de la empresa.
- 8 Porcentaje de los gastos financieros sobre la suma del resultado económico bruto y los ingresos financieros.
- 9 Definida como la diferencia entre la variación de salarios en la empresa con respecto a la mediana del sector.
- 10 Se incluyen, además, variables de control del sector de actividad, la comunidad autónoma y el año de observación.

1 TASAS DE SALIDA (a)



2 IMPORTANCIA DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA PROBABILIDAD DE SALIDA DURANTE LA CRISIS (b)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

- a Bajas sobre el total de empresas.
- b La comparación se realiza para empresas operando en el mismo sector, comunidad autónoma, año y valor del resto de variables.

de salida que una empresa idéntica, pero de mayor tamaño¹¹. Sin embargo, la importancia de este factor disminuye con la edad —las microempresas con más de 20 años de actividad en 2007 tienen un 20 % menos de probabilidad de salida que una empresa que se enfrentara a la crisis tras 1 año de actividad—, la actividad exportadora —un 22 % menos de probabilidad de salida—, o el grado de temporalidad de la plantilla —un 4 % menos en el caso de empresas con una ratio de temporalidad en el percentil 10 de la distribución frente a empresas con ratios en el percentil 90—. El análisis muestra también la importancia de la situación financiera: una empresa con una ratio de endeudamiento y carga financiera por debajo del percentil 10 presenta casi un 40 % menos de riesgo de salida que una empresa en el extremo opuesto de la distribución. Por otra parte, se identifica también la morosidad comercial como uno de los determinantes significativos del cierre de empresas en la coyuntura reciente de la economía española. Así, una empresa pequeña con un período medio de cobro por encima de 150 días tendrá un 10 % más de probabilidad de desaparecer que una empresa con iguales características, pero que cobre en menos

de 30 días. Además, el impacto del retraso en el cobro a clientes disminuye de forma significativa conforme aumenta el tamaño de la empresa¹².

En conclusión, de acuerdo con la estadística de la demografía empresarial, la desaparición de empresas en España durante la crisis económica actual ha incrementado su incidencia en términos de la destrucción del tejido productivo y de la pérdida de puestos de trabajo. La salida de empresas ha sido especialmente acusada en las actividades relacionadas con el sector de la construcción, así como entre los empresarios autónomos y las microempresas. Por otra parte, el análisis de los datos individuales sobre el cierre de empresas identifica distintas variables empresariales que incrementan la probabilidad de desaparición, como son el tamaño reducido de la empresa, la escasa capacidad exportadora, la rigidez de los costes salariales, un elevado nivel de endeudamiento o un prolongado período de cobro a los clientes.

¹¹ Las comparaciones en la probabilidad de salida se hacen para empresas que operan en el mismo sector, comunidad autónoma y año, y asumiendo que el valor del resto de variables es igual a la media de toda la distribución.

¹² El efecto combinado de tamaño y morosidad comercial es muy elevado debido a la importancia de la interacción entre ambas variables. Así, una empresa pequeña que cobre a más de 150 días tiene en torno a un 80 % más de posibilidades de salir que una empresa grande con ese mismo período de cobro a clientes.

y con una elevada tasa de destrucción de sociedades no financieras, que podría afectar negativamente a la capacidad de crecimiento de la economía en el medio plazo.

Las AAPP tuvieron una aportación contractiva a la demanda interna

La demanda de las AAPP —que representa casi una cuarta parte del PIB, en términos nominales— tuvo un comportamiento contractivo en 2011, como consecuencia del proceso de consolidación presupuestaria. Así, el componente de inversión pública se redujo casi un 30 %, disminuyendo su peso en el PIB en 1 pp, hasta el 2,8 %. Por su parte, el consumo público cayó un 2,2 %, lo que representa el primer retroceso de este componente de la demanda en las últimas décadas. Este descenso se debió a la disminución de las compras netas de bienes y servicios, mientras que el número de asalariados públicos aumentó, aunque de forma moderada.

3.2 LA DEMANDA EXTERIOR

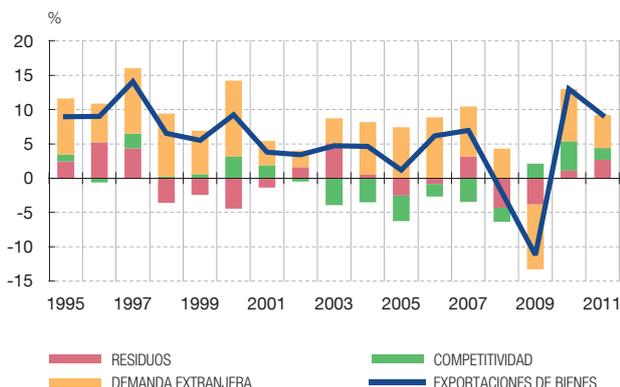
En 2011, la contribución de la demanda exterior neta al avance del PIB se amplió considerablemente, tanto por la debilidad de las importaciones como por el dinamismo de las exportaciones

La contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se amplió considerablemente en 2011, hasta 2,5 pp del PIB (casi 2 puntos más que el año anterior). A ello contribuyó la notable desaceleración de las importaciones de bienes y servicios, que llegaron a registrar un ligero descenso (del 0,1 % en términos reales), y el dinamismo de las exportaciones, que crecieron un 9 %. En los últimos meses de 2011 y los primeros de 2012, los flujos comerciales con el exterior mostraron una marcada debilidad, debido a la ralentización del comercio mundial y al retroceso más sustancial de la demanda doméstica.

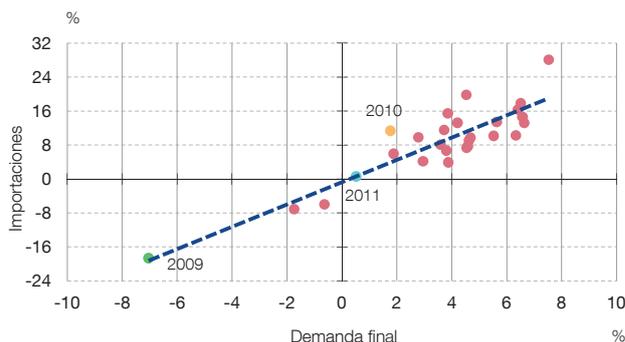
Las exportaciones de bienes continuaron dando soporte a la economía española, favorecidas por la ampliación de la base exportadora y la mayor diversificación geográfica hacia economías emergentes

Las exportaciones —en particular, las de bienes— continuaron siendo el principal motor del crecimiento de la economía española en 2011, al crecer un 9,5 % anual, pese a la notable desaceleración del comercio mundial. Las ventas al exterior se vieron impulsadas por las ganancias de competitividad-precio (véase gráfico 5.6). Asimismo, el aumento de las relaciones comerciales, tanto por la ampliación de la base exportadora y de la variedad de productos ofertados como por la diversificación geográfica de las ventas, favoreció el avan-

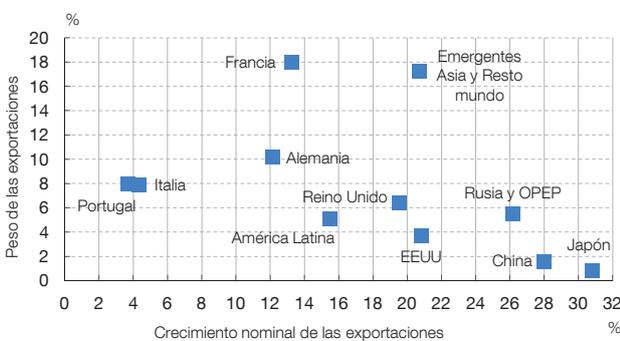
CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES EN TÉRMINOS REALES: PRINCIPALES DETERMINANTES



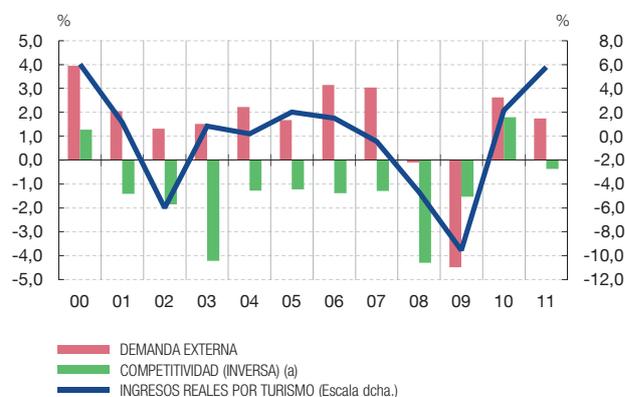
IMPORTACIONES DE BIENES Y DEMANDA FINAL 1985-2011 (Tasas de variación)



EXPORTACIONES DE BIENES POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. AÑO 2011



INGRESOS REALES TURÍSTICOS



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

a Los valores negativos indican una pérdida de competitividad del sector turístico español, y los positivos, una ganancia.

ce de las exportaciones. También es posible que la atonía del gasto interno haya impulsado las estrategias de internacionalización de algunas empresas. Según datos de Aduanas de la Agencia Tributaria, el número de empresas exportadoras se incrementó un 12,5 % en 2011, y aumentó la presencia de dichas empresas en países en vías de desarrollo. Como resultado de los avances en la diversificación, el pasado año las ventas de productos hacia las economías de la zona del euro representaron un 53 % del total, 4 pp menos que en 2007.

España ha continuado ampliando su cuota de participación en el comercio mundial de bienes, en términos reales

En 2011, la cuota de participación de España en el comercio mundial de bienes, en términos reales, se amplió por tercer año consecutivo, tanto en la zona del euro como en el resto del mundo (véase gráfico 5.7). En los primeros meses de 2012, las exportaciones de bienes siguieron realizando una aportación positiva al crecimiento, aunque sufrieron el impacto de la mayor atonía del comercio mundial.

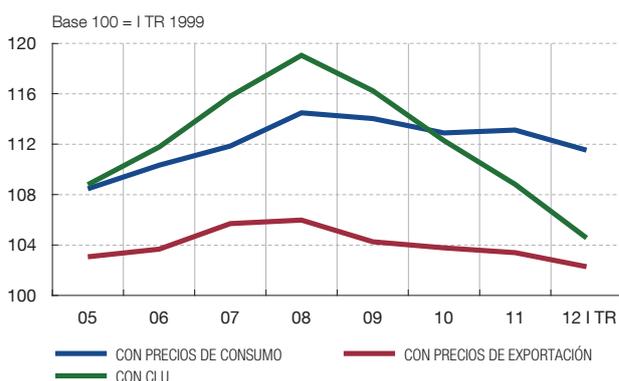
También las exportaciones de servicios crecieron a un ritmo elevado, favorecidas por el impacto positivo sobre el turismo de la inestabilidad geopolítica en los países del norte de África

Las exportaciones de servicios mantuvieron un intenso ritmo de avance en 2011 (del 7,8 %, en términos reales), con un crecimiento notable de las ventas de servicios no turísticos (8,9 %), apoyado en los servicios vinculados al transporte de mercancías y a los servicios empresariales. También los ingresos por turismo mostraron un apreciable dinamismo (con un incremento del 6,4 %), a pesar de la debilidad económica de algunos países de la zona del euro y de la apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar. Este

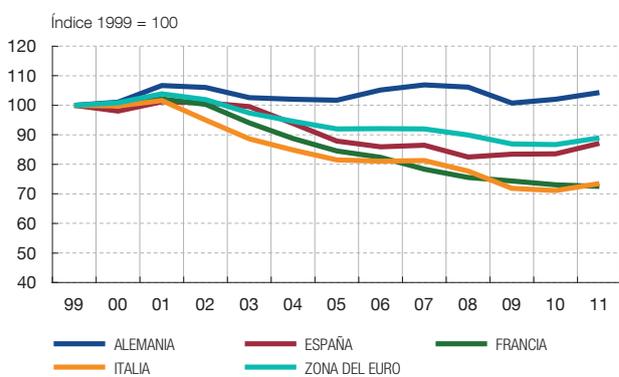
TIPOS DE CAMBIO



TCER FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS (a)

CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA
En términos reales. Bienes

CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES, EN TÉRMINOS REALES



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

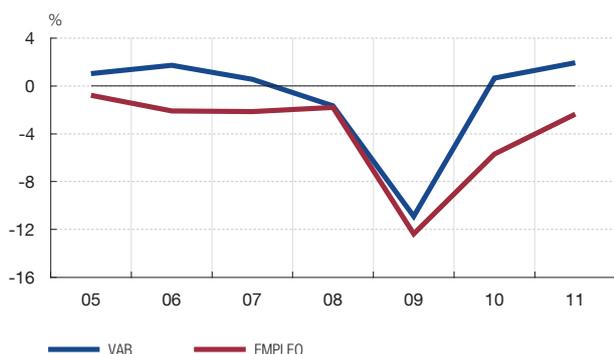
a Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad y viceversa.

dinamismo se encuentra relacionado con el redireccionamiento de turistas hacia España, como consecuencia de la inestabilidad geopolítica en algunos países del norte de África —lo que podría explicar casi un tercio del aumento que han registrado los ingresos por turismo en 2011—. Como en el caso de los bienes, la positiva evolución de las exportaciones de servicios permitió que la cuota de España en el comercio internacional de servicios aumentara en 2011.

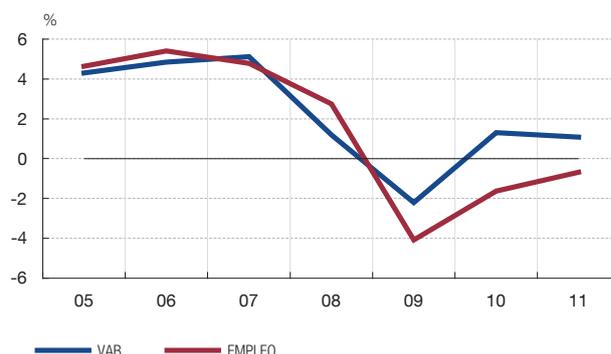
Las importaciones se ralentizaron en 2011 por la debilidad de la demanda doméstica y por su encarecimiento

A diferencia de las exportaciones, las importaciones de bienes en términos reales se estabilizaron en los niveles observados el año anterior (al crecer solo un 0,6% en 2011), respondiendo a la evolución de la demanda final y al encarecimiento de los productos importados, especialmente de las materias primas. La significativa y rápida respuesta de las importaciones de bienes a la situación cíclica de la economía española es un indicador de su elevada dependencia de productos del exterior. En 2011, las importaciones de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero descendieron, mientras que las de bienes intermedios, concretamente de los dirigidos a los sectores con mayor vocación exportadora, se incrementaron. El repunte del precio del petróleo elevó notablemente la factura energética —dada la alta dependencia energética de la economía española—, lo que entorpeció la corrección del saldo exterior, aunque las importaciones de energía netas en términos reales descendieron un 6% en 2011. En consonancia con la debilidad económica, también las importaciones de servicios no turísticos disminuyeron en el conjunto de

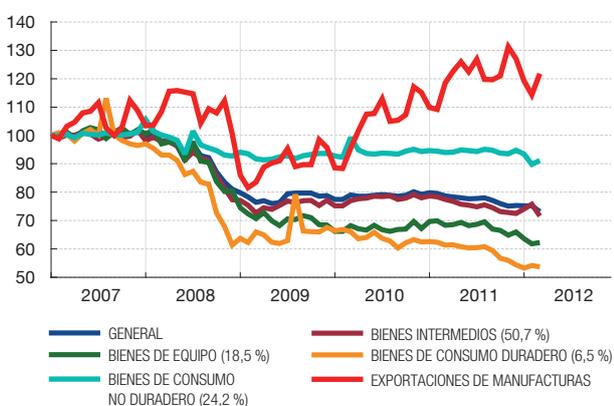
INDUSTRIA Y ENERGÍA
Tasa interanual



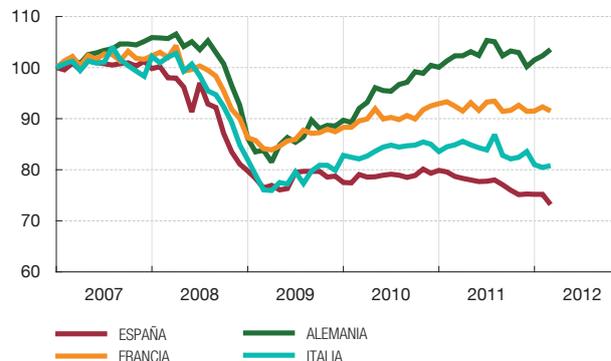
SERVICIOS DE MERCADO
Tasa interanual



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y COMPONENTES
Corregido de efectos de calendario y desestacionalizado (enero 2007 = 100)



COMPARACIÓN INTERNACIONAL DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Corregido de efectos de calendario y desestacionalizado (enero 2007 = 100)



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

2011, al tiempo que los pagos por turismo de las familias se redujeron, en línea con la atonía del consumo privado descrita en el apartado anterior.

4 La actividad

La actividad de la economía de mercado fue ralentizándose a lo largo de 2011, lastrada por el deterioro de la industria, que acusó el descenso de la demanda interna y la gradual desaceleración de la demanda exterior

Durante 2011, el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado registró una modesta expansión, del 0,5 %, si bien con un perfil de progresiva ralentización a lo largo del año, especialmente patente en las ramas manufactureras.

En el conjunto de 2011, las ramas industriales fueron las que mostraron un comportamiento algo más dinámico, con un aumento de su VAB del 1,9 %, impulsadas por la relativa fortaleza del sector exterior. De hecho, como se observa en el panel inferior izquierdo del gráfico 5.8, desde 2007 hasta 2011 las exportaciones de manufacturas aumentaron un 30 % en términos reales, al tiempo que la producción industrial disminuyó un 25 % en el mismo período. En todo caso, la actividad de las ramas industriales se debilitó a lo largo del año, sobre todo por la atonía de la demanda interna, aunque también por la ralentización de los mercados exteriores, que se ha prolongado en los primeros meses de 2012. Esta evolución contrasta con la reactivación más significativa que ha presentado el sector industrial en las principales economías del área del euro tras la fase más aguda de la crisis, en la que se vieron afectadas con intensidad similar.

Atendiendo al destino económico de la producción, el retroceso de la industria española fue intenso en las ramas de bienes intermedios no energéticos, especialmente en las

orientadas a la construcción y a los bienes de equipo. La industria alimentaria siguió soportando mejor la crisis, en consonancia con su carácter menos cíclico, aunque no pudo sustraerse a una cierta moderación. De acuerdo con el grado de utilización de tecnología, las ramas de baja intensidad tecnológica, excluyendo las de alimentación, fueron las que perdieron más tono, mientras que las de tecnología media-alta y alta se mantuvieron en niveles similares a los del año anterior.

Los servicios de mercado también se moderaron ante la falta de demanda interna

El VAB de los servicios de mercado avanzó en torno al 1% en 2011, aunque también fueron perdiendo empuje a lo largo del año y en el tramo inicial de 2012. Este comportamiento agregado esconde diferencias sustanciales por ramas. El retroceso más significativo se ha observado en las actividades vinculadas al comercio, lo que refleja la debilidad del consumo, aunque también el VAB de las ramas relacionadas con los sectores inmobiliario, financiero y de seguros experimentó un descenso notable. Por el contrario, la evolución de la hostelería —por el dinamismo del turismo extranjero— y de las actividades profesionales y administrativas ha sido más favorable.

El valor añadido de la construcción acentuó su caída a lo largo del año, al compás del recrudescimiento del ajuste de la obra pública

En el conjunto del año, la construcción mantuvo un tono contractivo, aunque más moderado que en 2010. No obstante, el retroceso se fue acentuando a lo largo del ejercicio, lo que se debió tanto a la mayor debilidad de la inversión inmobiliaria como al progresivo recrudescimiento del ajuste de la obra pública. Ambos factores seguramente seguirán afectando negativamente a la evolución de la actividad del sector en 2012.

Las ramas primarias mejoraron ligeramente en 2011, pero dentro de un contexto de fragilidad

Por último, el valor añadido de las ramas primarias registró un modesto avance de su VAB, apoyado, principalmente, en la recuperación de la actividad ganadera, mientras que la evolución de las ramas agrarias se vio lastrada en la primavera de 2011 por el impacto negativo en el sector hortofrutícola de la denominada «crisis del pepino», que supuso una pérdida transitoria de mercados exteriores.

5 El mercado de trabajo

La destrucción de empleo se intensificó en la segunda mitad de 2011 y continúa en los primeros meses de 2012

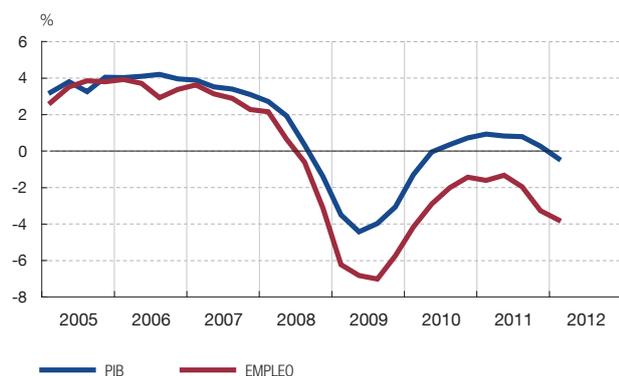
El empleo volvió a descender en 2011, por cuarto año consecutivo, mostrando además un perfil trimestral marcadamente negativo en la segunda parte del año, que ha continuado en los primeros meses de 2012 (véase gráfico 5.9). De acuerdo con la información sobre flujos brutos de trabajadores, en el segundo semestre tuvo lugar un repunte de la destrucción de empleo, hasta niveles similares a los máximos alcanzados en los trimestres de mayor caída de la actividad, mientras que la creación de empleo se mantuvo relativamente estabilizada en los reducidos niveles observados desde el inicio de la crisis. En conjunto, la ocupación disminuyó un 2% en 2011, con caídas más acusadas en la economía de mercado (-2,7%), que acumula un descenso de unos 2,8 millones de puestos de trabajo desde el primer trimestre de 2008. Las ramas de no mercado² mantuvieron aún un ligero crecimiento del empleo en el promedio del año, a pesar de registrar por primera vez una disminución de puestos de trabajo en el último trimestre.

La productividad mantuvo los elevados crecimientos que se vienen observando desde el inicio de la crisis

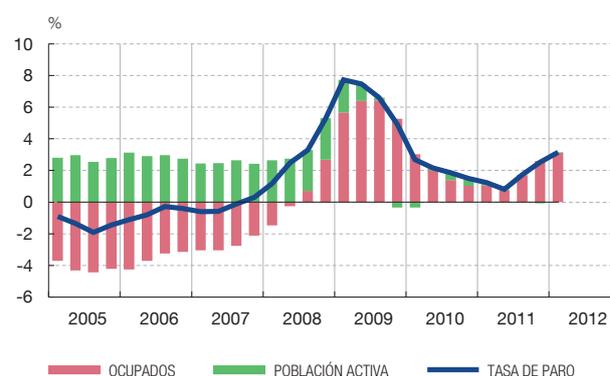
La productividad creció un 2,8% en 2011, ritmo muy similar al de los dos últimos ejercicios, manteniendo una vez más su atípico carácter contracíclico con respecto a lo observado en otros países. Aunque en la rama de construcción fue donde registró el crecimiento más elevado (12,7%), el avance de la productividad fue generalizado. Detrás de esta evolución, se encuentran algunas de las principales disfunciones del mercado laboral, que tienden a favorecer el ajuste del empleo frente al de los salarios o las horas trabajadas, sin que las diferentes reformas llevadas a cabo entre 2010 y 2011 modificaran de manera sustancial este patrón. Además, hay que tener en cuenta que la destrucción de empleo durante la crisis se ha concentrado en los trabajadores con menores niveles de productividad, principalmente aquellos menos formados. En concreto, la destrucción de empleo

² Incluyen las ramas de Administración Pública, Educación, Sanidad y Servicios Sociales.

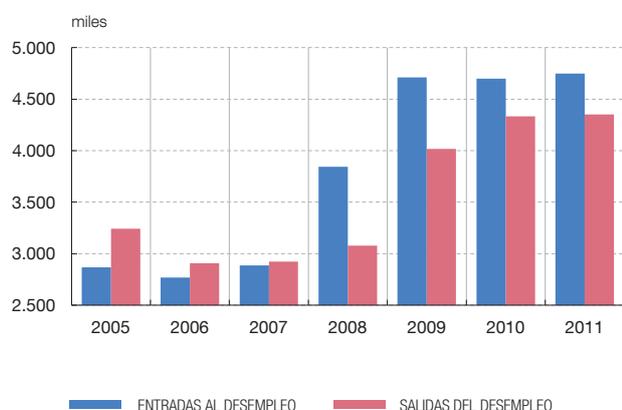
PRODUCTO Y EMPLEO (a)
Tasas interanuales



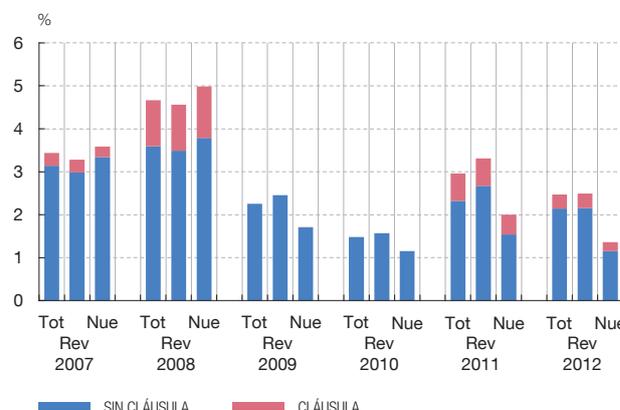
VARIACIÓN INTERANUAL DE LA TASA DE PARO Y CONTRIBUCIÓN DE LOS OCUPADOS Y DE LOS ACTIVOS (b)



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



TARIFAS SALARIALES (d)



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

- a CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo.
- b Las series de la EPA están enlazadas en función de la muestra testigo del primer trimestre de 2005.
- c A partir de los datos oficiales de la EPA.
- d Datos anuales, provisionales desde 2010. Tot: total de convenios. Rev: convenios plurianuales con efectos económicos en t, no siendo este el primer año de vigencia del mismo. Nue: convenios cuyo primer año de vigencia es t. Último dato: abril de 2012. Cláusula correspondiente al año anterior.

entre aquellos con estudios primarios o sin estudios superó el 10 % en 2011, y el peso de este colectivo en el empleo total es ya casi 5 pp inferior al observado antes de la crisis.

La construcción siguió destruyendo empleo a un ritmo muy acusado

La construcción continuó siendo el sector que más empleo destruyó, con una caída del 14,6 %, superior a la observada en 2010 y que afectó tanto al componente de edificación residencial como al de otras construcciones. El descenso de la ocupación se moderó, sin embargo, en la industria (-2,4 %) y en los servicios de mercado (-0,7 %). Por tipo de ocupación, destaca la estabilización del empleo temporal, tras las fuertes caídas registradas desde el inicio de la crisis, mientras que, como ya sucedió en 2010, la destrucción de empleo a tiempo completo (-2,5 %) se vio parcialmente compensada por un aumento de los ocupados a jornada parcial (2,2 %), elevando la ratio de parcialidad en 0,5 pp, hasta el 13,8 %. Esta evolución reflejó, al menos en parte, los incentivos introducidos en febrero de 2011 (véase apartado 5.2).

El incremento de la participación femenina compensó el descenso de la participación de los hombres y de los trabajadores extranjeros

La población activa apenas registró cambios en 2011, fruto de la estabilidad registrada tanto por la población como por la tasa de actividad. En términos poblacionales, los flujos de salida de inmigrantes fueron compensados por el crecimiento de la población española, mientras que, en relación con la tasa de participación, el dinamismo entre las mujeres

españolas compensó el ajuste cíclico (por un efecto desánimo) observado entre los hombres, tanto españoles como extranjeros. Por edades, la participación volvió a reducirse entre los más jóvenes, reflejando en parte la mayor propensión a participar en acciones formativas, mientras que los trabajadores de más edad, en contra de lo observado en otras etapas recesivas, mostraron un nuevo incremento en su tasa de actividad.

El avance del desempleo volvió a ser muy intenso y el paro de larga duración alcanzó el 50 %

El número de desempleados volvió a aumentar con intensidad en 2011, hasta los 5,3 millones de personas y una tasa de desempleo del 22,8%. Este aumento fue generalizado, aunque volvió a ser más acusado entre los más jóvenes y aquellos con menor nivel de formación. A su vez, la duración del desempleo repuntó, con 2,7 millones de desempleados con más de un año en dicha situación a finales de año (el 50 % del total de parados). Este incremento del paro de larga duración es especialmente preocupante, dado que la pérdida de productividad asociada a la situación de desempleo se acaba traduciendo en una menor probabilidad de salida del paro. En este sentido, resulta apremiante un replanteamiento global de las políticas activas —y de su interacción con las pasivas— de lucha contra el desempleo, que aumente los incentivos a la búsqueda activa de empleo e incremente la empleabilidad de los parados. En el recuadro 5.2 se analizan el aumento de la sensibilidad de la tasa de paro a cambios en el crecimiento y los diversos factores que han impulsado el incremento del desempleo en los últimos años.

A pesar del fuerte deterioro del mercado laboral, los salarios repuntaron en 2011

La negociación colectiva volvió a evidenciar su escasa relación con la situación cíclica del mercado laboral y su fuerte inercia nominal, con un repunte en las tarifas salariales medias hasta el 2,4 %. Esta evolución reflejó las tarifas acordadas en los convenios revisados, que recogieron el incremento de la inflación a finales de 2010, mientras que los convenios de nueva firma moderaron tímidamente este incremento. El crecimiento de los costes laborales fue inferior (1,6 %, medido por la remuneración por asalariado de la economía de mercado), gracias a una fuerte deriva negativa, asociada a los descuelgues salariales favorecidos por las modificaciones legales introducidas desde 2010, pero también al retraso observado en la negociación colectiva³.

La reforma laboral y el nuevo Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva deberían contribuir a moderar el crecimiento salarial en los próximos años

Los agentes sociales firmaron en febrero de 2012 un nuevo Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, que incluye metas más ambiciosas de moderación salarial que el anterior y cambios relevantes en la definición de las cláusulas de salvaguarda que deberían reducir sustancialmente los efectos de la indiciación salarial del sistema de negociación colectiva. Los datos disponibles en 2012 apuntan a un impacto limitado del acuerdo sobre las tarifas salariales, pero, a la luz de la experiencia previa, conviene llamar la atención sobre la necesidad de un cumplimiento estricto de sus recomendaciones como condición indispensable para una significativa moderación salarial que contribuya a la absorción del elevado desempleo. En este sentido, la reciente reforma laboral aprobada en marzo de 2012 contiene una serie de medidas que facilitarán una aplicación efectiva de este acuerdo y una moderación salarial mayor que la observada desde el inicio de la crisis.

6 Los precios y los costes

Tras alcanzar en la primavera de 2011 su mayor nivel desde el inicio de la crisis, la inflación registró una tendencia descendente, que representa, no obstante, un ajuste lento e insuficiente

En el promedio de 2011, el IPC aumentó un 3,2 %, 1,4 pp por encima del año anterior. Este resultado encubre dos períodos con una evolución bien diferenciada. En el primero de ellos, que se extendió hasta el mes de abril, tuvo lugar un repunte de la inflación, que en ese mes alcanzó el 3,8 % (véase gráfico 5.10). Sin embargo, desde entonces se ha venido

³ Como resultado de la diferente contabilización en las estadísticas de convenios, que muestran el incremento medio de los convenios acordados, y en las estadísticas de costes laborales, que, en ausencia de pagos a cuenta, contabilizan un incremento salarial nulo en aquellos casos en los que aún no se haya acordado un nuevo convenio colectivo.

La relación existente entre la variación de la tasa de desempleo y la del PIB, conocida habitualmente como «coeficiente de Okun», suele situarse, en media, según las estimaciones para diferentes países, alrededor de -0,3; esto es, una caída del PIB de un 1 pp tiende a provocar un aumento del desempleo de unas tres décimas porcentuales. Sin embargo, en España entre el segundo trimestre de 2008 y finales de 2011 el aumento de la tasa de desempleo ha sido de 3 pp por cada punto de caída acumulada por el PIB, lo que representa el mayor aumento relativo del desempleo entre los observados en los países avanzados¹.

El panel superior del gráfico adjunto muestra la evolución de la tasa de paro y el crecimiento del PIB en la crisis actual y en la observada a principios de los años noventa, fijando como momento inicial el trimestre final del ciclo expansivo previo a ambas recesiones. Como se puede observar, el efecto de la última recesión sobre la tasa de paro ha sido muy elevado, aunque tanto la intensidad de la crisis como su duración también están siendo mayores que

en la anterior recesión. El comportamiento temporal del coeficiente de Okun se puede analizar estimando la siguiente relación entre la tasa de paro (u) y el crecimiento del PIB:

$$\Delta u_t = \alpha - \beta \Delta \text{PIB}_{t-1} + \varepsilon_t$$

El panel inferior izquierdo del gráfico adjunto muestra los resultados de dicha estimación mediante un procedimiento recursivo que estima un valor medio del parámetro β hasta cada momento del tiempo. Durante la recesión de principios de los años noventa, se produjo un primer aumento del valor absoluto de este coeficiente, que, de hecho, se intensificó en el período expansivo posterior, en el que el fuerte proceso de creación de empleo permitió reducir de manera muy apreciable el elevado desempleo. Con respecto al período más reciente, a partir de 2008 también se observa una mayor elasticidad del desempleo con respecto a variaciones del PIB.

También puede estimarse un coeficiente de Okun variable en el tiempo utilizando un modelo lineal, donde se supone que este sigue un paseo aleatorio, o un modelo donde se permite la existencia de dos posibles estados, que siguen un proceso de Markov,

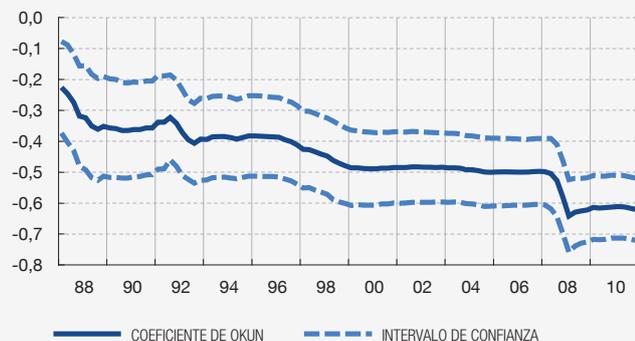
1 Para estimaciones recientes de este coeficiente en varios países, véase IMF, *World Economic Outlook*, 2010.

TASA DE PARO Y CRECIMIENTO DEL PIB EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

TASA DE PARO Y CRECIMIENTO DEL PIB EN LAS DOS ÚLTIMAS RECESIONES



ESTIMACIÓN RECURSIVA DE LA LEY DE OKUN



ESTIMACIÓN DE UN PROCESO DE MARKOV CON DOS POSIBLES COEFICIENTES DE OKUN



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

con un valor diferente del coeficiente de Okun en cada uno de los estados. Los resultados que se obtienen con ambos enfoques tienden a mostrar una relativa estabilidad del coeficiente de Okun de la economía española hasta el inicio de la actual crisis. Así, en el primer caso, las estimaciones muestran un brusco aumento del coeficiente entre el último trimestre de 2008 y el primero de 2009. En el segundo caso, el modelo con dos estados estima unos coeficientes de Okun de -0,6 y -1,6, con una probabilidad muy elevada de que a partir del último trimestre de 2008 se entrara en el estado de elasticidad alta (véase panel inferior derecho del gráfico adjunto).

Para interpretar qué factores determinan el valor del coeficiente de Okun, resulta ilustrativo descomponer la variación de la tasa de desempleo utilizando la siguiente aproximación:

$$\Delta u \approx -\Delta \ln Y + \Delta \ln(Y/H) + \Delta \ln(H/N) + \Delta \ln(LF)$$

que simplemente aproxima las variaciones de la tasa de desempleo (u) por la suma de la tasa de crecimiento del PIB (Y), con signo negativo, y las tasas de crecimiento de la productividad por hora trabajada (Y/H), de las horas medias trabajadas por empleado (H/N) y de la población activa (LF).

Desde 2008, los cuatro sumandos han contribuido a incrementar el desempleo (véase cuadro adjunto). En particular, cabe relacionar el brusco aumento del coeficiente de Okun en la reciente crisis con dos factores principales: el incremento de la población activa, que no ha reaccionado negativamente a las peores condiciones del mercado de trabajo, y el acusado repunte de la productividad, en parte asociado al fortísimo ajuste del empleo en el sector de la construcción. Los datos disponibles indican que el mayor dinamismo de la productividad no está asociado a una reasignación del empleo hacia ramas con mayores niveles de productividad,

sino que es resultado del fuerte aumento de la productividad en cada una de ellas, ligado a la intensidad del proceso de destrucción de empleo observado². Además, y en contra de lo sucedido en otros países europeos, las horas por trabajador no solo no se han reducido en la crisis para tratar de suavizar el impacto sobre el empleo, sino que han mostrado un ligero aumento.

En suma, uno de los principales rasgos característicos del mercado de trabajo en España es la excesiva volatilidad del empleo y, en consecuencia, tal y como se ha mostrado previamente, una elevada elasticidad del desempleo a los movimientos de la actividad. Esa alta elasticidad está relacionada, entre otros factores, con el marco institucional del mercado de trabajo en España, que dificulta los ajustes en salarios, horas y otras condiciones laborales y, en su lugar, fomenta la destrucción de empleo, principalmente de aquellos con contratos temporales. Por otra parte, los diferentes resultados empíricos tienden a mostrar un aumento del coeficiente de Okun en la reciente crisis hasta niveles aún más elevados en una perspectiva internacional, que estaría relacionado con el intenso ajuste del empleo en el sector de la construcción y el incremento de la población activa. En todo caso, cabe esperar que la reciente reforma laboral permita una mejor adaptación de las condiciones laborales a la situación económica de cada empresa y favorezca en el futuro un ajuste más equilibrado entre salarios y empleo ante perturbaciones negativas.

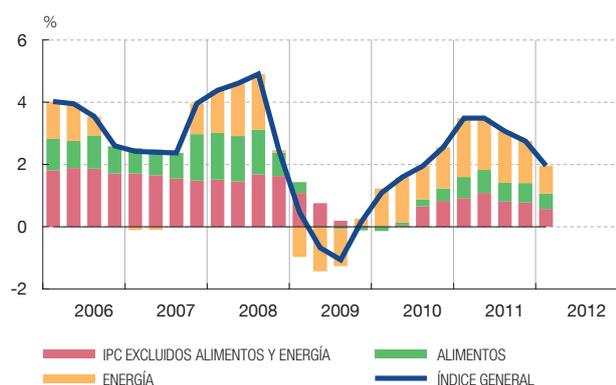
2 El crecimiento agregado de la productividad se puede descomponer en un primer término que recoge el crecimiento ponderado de la productividad por ramas, un segundo término que recoge el impacto de la reasignación sectorial del empleo hacia ramas con distintos niveles de productividad y un tercer término residual que recoge los efectos cruzados. Los cálculos realizados para el período más reciente apuntan a que el intenso crecimiento de la productividad viene explicado por el primer término.

DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA TASA DE PARO

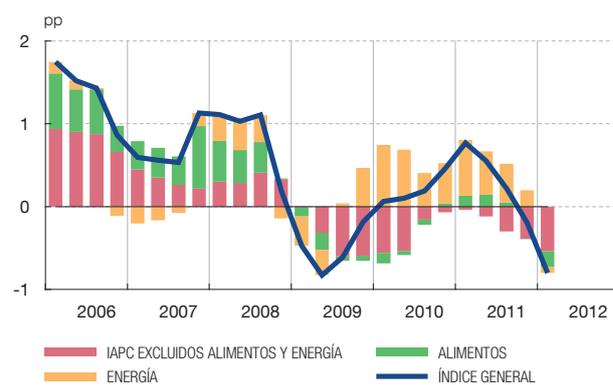
	PIB	Productividad	Horas por ocupado	Población activa	Tasa de paro (EPA)
1981-1984	-1,1	4,4	-1,6	0,3	1,7
1985-1991	-3,9	2,2	-0,7	1,7	-0,5
1992-1993	0,0	2,6	-0,4	0,6	2,4
1994-2000	-3,9	0,5	-0,2	2,1	-1,2
2001-2007	-3,4	0,6	-0,6	3,0	-0,3
2008	-0,9	0,8	0,3	3,3	3,1
2009	3,7	2,7	0,4	0,9	6,7
2010	0,1	2,3	0,3	-0,1	2,1
2011	-0,7	1,9	0,7	0,0	1,4
2008-2011	0,6	1,9	0,4	1,0	3,3

FUENTES: Contabilidad Nacional Trimestral y Encuesta de Población Activa (Instituto Nacional de Estadística).

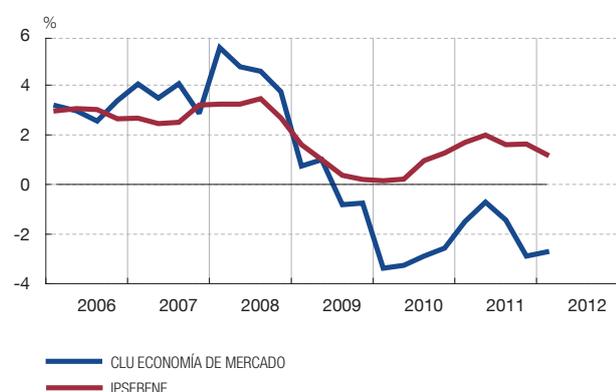
CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



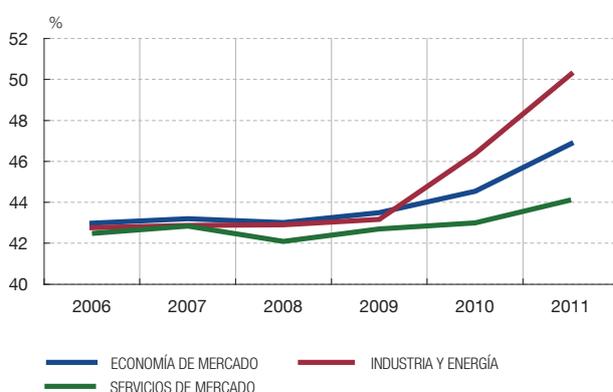
DIFERENCIAL DE INFLACIÓN (IAPC) ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



COSTE LABORAL UNITARIO E IPSEBENE



PARTICIPACIÓN DEL EXCEDENTE BRUTO DE EXPLOTACIÓN EN EL VAB



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

registrando un descenso gradual de la tasa de variación interanual del IPC, hasta el 2,4 % en diciembre de 2011 y el 2,1 % en abril de 2012. El IPSEBENE —que representa el índice general excluyendo los alimentos no elaborados y la energía— aumentó un 1,7 % en la media de 2011, con un perfil de leve desaceleración a lo largo del año, que se ha prolongado al inicio de 2012 hasta una tasa del 1,1 % en abril. A pesar de la marcada debilidad cíclica de la economía española, el ajuste de la inflación sigue resultando lento e insuficiente para promover la depreciación del tipo de cambio efectivo real que se necesita para impulsar la competitividad y el crecimiento.

La evolución de la inflación en 2011 se explica en gran parte por la presencia de factores transitorios en los primeros meses del año...

El repunte transitorio de la inflación en los primeros meses de 2011 respondió, en gran medida, a la influencia de diversos factores con origen en 2010, cuya reversión posterior explica una parte sustancial de la desaceleración de casi 2 pp del IPC entre su máximo en abril de 2011 y marzo de 2012. En concreto, el desvanecimiento de los efectos de comparación derivados del encarecimiento de los precios del petróleo y del incremento de los tipos del IVA explicaría, respectivamente, 7 y 4 décimas de la ralentización del índice general.

... y por la reducción de los costes laborales unitarios

Además de la desaparición del impacto de estos factores transitorios, la tendencia descendente de la inflación se apoyó también en el retroceso de los costes laborales por unidad de producto que viene observándose desde el inicio de 2010. Como se comentó en el apartado anterior, esta reducción de los costes del factor trabajo por unidad de

producto fue posible gracias al notable incremento de la productividad aparente, pues la remuneración por ocupado siguió registrando crecimientos relativamente elevados en la economía de mercado, pese a la brecha de producción negativa y la alta tasa de paro, lo que realimentó el fuerte proceso de destrucción de empleo.

Los márgenes empresariales tendieron a expandirse

De la información disponible también parece desprenderse que, pese a la atonía de la actividad, los márgenes empresariales unitarios volvieron a aumentar, como se deduce de la diferencia positiva entre las tasas de crecimiento del deflactor del PIB —corregido de cambios en los tipos de la imposición indirecta— y los costes laborales unitarios (véase recuadro 1.3). Esta evolución de los márgenes es incoherente con la debilidad de la demanda y apunta a la existencia de un insuficiente grado de competencia en algunos mercados, que subraya la importancia que tienen las reformas liberalizadoras para cosechar los estímulos que pudieran aportar el esfuerzo de contención de costes y de mejora de la productividad necesario.

Los precios de importación se desaceleraron, aunque en el caso de las materias primas mantuvieron niveles elevados

Los precios de importación de bienes industriales se desaceleraron intensamente a partir del inicio de 2011 (desde el 11,7 % de enero de ese año hasta el 5 % de febrero de 2012). Esta ralentización fue particularmente acusada en el caso de los productos energéticos, si bien fue claramente perceptible, asimismo, en el resto de grupos de bienes. Con todo, la cotización del barril de petróleo se ha mantenido en niveles muy elevados, alcanzando su máximo histórico (cuando se mide en euros) en marzo de 2012 (96 euros por barril), debido a las tensiones geopolíticas y a la escasez de nuevas prospecciones. Los niveles de precios de las materias primas alcanzaron máximos históricos en los meses iniciales de 2011, aunque con posterioridad han tendido a descender, de manera especialmente intensa en el caso de las no alimenticias.

Los deflactores de la demanda se moderaron a lo largo de 2011

Junto con el menor deflactor de las importaciones en 2011, los crecimientos de los deflactores de la demanda final tendieron a ralentizarse en paralelo, de modo que el deflactor del PIB —que se refiere, exclusivamente, a la producción interior— registró un crecimiento medio anual del 1,4 % (tasa que supera en 1 pp a la observada en 2010).

Se volvieron a registrar mejoras de competitividad, particularmente en términos de costes...

Por tercer año consecutivo se produjeron ganancias en los indicadores de competitividad frente al conjunto de los países desarrollados (particularmente intensas en términos de costes laborales unitarios), lo que favoreció el aumento de la cuota de las exportaciones españolas en el mercado mundial en términos reales.

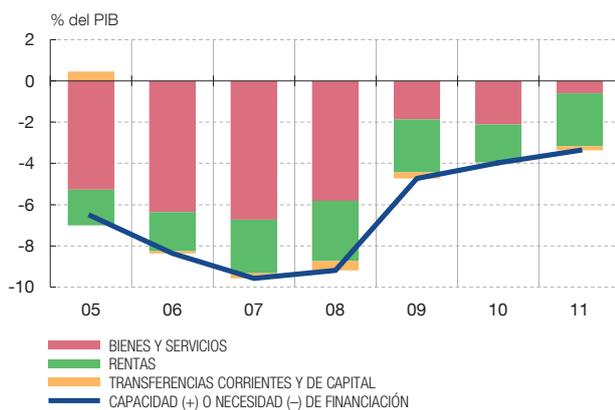
... mientras que la inflación de consumo se situó de nuevo por debajo de la de la UEM

A finales de 2011, el diferencial de inflación con la UEM, medido a través del IAPC, volvió a ser negativo, y se situó en -0,9 pp en marzo. En este mes, todos los principales componentes del índice mostraron variaciones de sus precios inferiores a las de la zona del euro. Aunque en términos del IPSEBENE el diferencial ha sido negativo desde 2009, el encarecimiento del petróleo condujo a diferenciales de inflación positivos del índice general durante 2010 y buena parte de 2011, debido al mayor impacto inflacionista de los precios del crudo en la economía española.

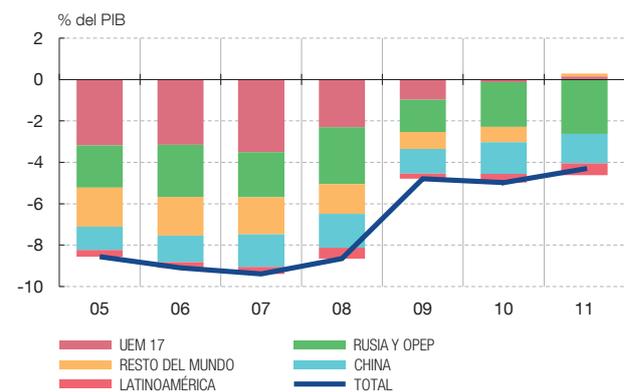
La trayectoria futura de la inflación está rodeada de incertidumbre

Diversos factores contribuirían a que la tendencia descendente de la inflación continuara en el resto de 2012. La presión de la demanda será escasa, dada la previsible contracción del consumo de los hogares, y cabe esperar que tanto la reforma laboral como el nuevo AENC contribuyan a moderar los crecimientos salariales. La moderación de la inflación se verá también favorecida, probablemente, por la desaparición de los efectos del encarecimiento pasado del petróleo. Existen, no obstante, algunos elementos de incertidumbre vinculados a la evolución futura del precio del petróleo y a los efectos de los aumentos de

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN



SALDO COMERCIAL: DESGLOSE POR ÁREAS GEOGRÁFICAS



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

la imposición indirecta y de los precios regulados que se pudieran producir en el marco del proceso de consolidación fiscal.

7 La necesidad de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales

La necesidad de financiación de la nación continuó corrigiéndose en 2011 gracias a la disminución del déficit comercial no energético y a la ampliación del superávit de servicios

La mejora del saldo de bienes y servicios no energéticos fue generalizada, si bien por áreas geográficas la mayor corrección se concentró en la UE, frente a la que se registró un superávit

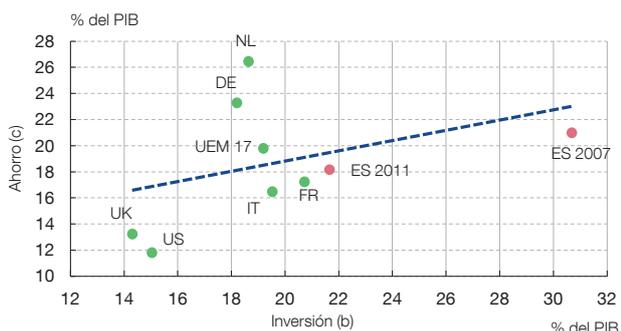
En los próximos años, el déficit exterior de España continuará disminuyendo, sobre todo por el impacto negativo de la debilidad de la demanda nacional sobre las importaciones

La necesidad de financiación de la economía española siguió reduciéndose en 2011. Según datos de la Contabilidad Nacional, dicha necesidad se situó en el 3,4 % del PIB, 0,6 pp menos que en 2010 (véase gráfico 5.11). Esta corrección reflejó la mejoría del saldo de bienes y servicios no energéticos (de casi 2 pp), que compensó el deterioro de los déficits energético (0,3 pp), de transferencias corrientes (0,2 pp) y, sobre todo, de rentas (0,7 pp). La corrección del déficit tuvo un marcado carácter cíclico, dada la sustancial debilidad de la demanda nacional, aunque también la mejora de la competitividad-precio contribuyó a su disminución.

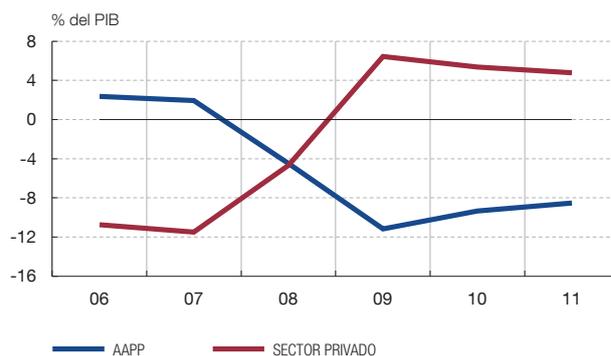
La disminución del déficit de bienes no energéticos se extendió a los principales grupos de productos, con un comportamiento favorable en el caso de los bienes intermedios industriales, maquinaria y automóviles. Por áreas geográficas, la corrección del desequilibrio comercial frente a la UE —que registró un superávit por primera vez desde mediados de los años ochenta— compensó el aumento del déficit frente al resto del mundo, en particular, frente a los países exportadores de materias primas. La ampliación del superávit de servicios reflejó tanto el favorable comportamiento del saldo de los servicios no turísticos (0,5 pp) como del turismo (0,3 pp). De acuerdo con la Balanza de Pagos, la mejoría por tipos de servicios fue bastante generalizada, destacando la positiva evolución del saldo de servicios empresariales, mientras que, en términos de áreas geográficas, sobresalieron las exportaciones netas a la UE.

En 2012 se prevé una corrección adicional del desequilibrio exterior, asociada al ajuste de las importaciones de bienes y servicios, que acusarán la contracción de la demanda nacional, y al avance de las exportaciones, aunque previsiblemente este será más moderado que en 2011, debido a la desaceleración de los mercados de exportación, en particular, de la zona del euro. El elevado precio del petróleo y la carga financiera que conlleva la deuda acumulada frente al resto del mundo limitan el margen de disminución del déficit exterior y exigen redoblar los esfuerzos de mejora de la competitividad para restaurar el equilibrio externo.

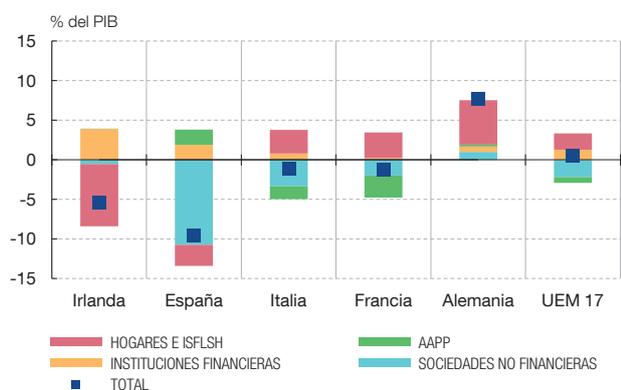
COMPARACIÓN INTERNACIONAL (2011) (a)



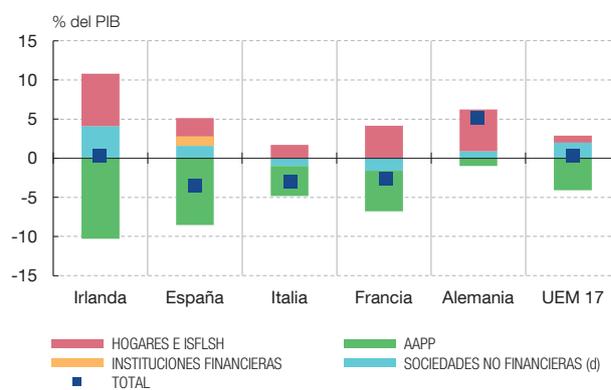
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR SECTORES



CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR PAÍSES. AÑO 2007



CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN POR PAÍSES. AÑO 2011 (a)



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

- a Con la excepción de España, los datos de 2011 proceden de la Comisión Europea y de Eurostat.
- b Formación bruta de capital.
- c Ahorro bruto.
- d Se incluyen tanto las Sociedades Financieras como las no Financieras, salvo en el caso de España, en el que se incluyen únicamente las Sociedades no Financieras.

Por sectores institucionales, las AAPP fueron el único sector con necesidad de financiación

La disminución de la necesidad de financiación de la economía española en 2011 se explica por el descenso de la inversión nacional (1,2 pp del PIB, hasta el 22,1 %), que superó el registrado por el ahorro nacional bruto (0,6 pp del PIB, hasta el 18,2 %). Por sectores institucionales, la menor apelación a la financiación exterior refleja la reducción del déficit público, mientras que la capacidad de financiación del sector privado se redujo dos décimas del PIB, hasta el 5,2 %, con un descenso de esa capacidad en las familias, hasta el 2,3 %, y un aumento en el caso de las sociedades no financieras y las instituciones financieras hasta el 1,6 % y el 1,3 %, respectivamente. España es uno de los países del área del euro que, junto con Irlanda, más ha avanzado en la corrección de su déficit exterior (aproximadamente 6 pp del PIB acumulados desde 2007), si bien, a diferencia de Irlanda, que registra un superávit exterior desde 2010, el déficit exterior español es todavía apreciable, a pesar de la debilidad cíclica (véase gráfico 5.12). En comparación con la zona del euro, la economía española mostró en 2011 un ahorro bruto en porcentaje del PIB casi 2 pp inferior, mientras que la inversión nacional, pese al fuerte ajuste registrado desde 2007, fue 2 pp más alta que en la UEM. En los próximos años se prevé que la reducción del desequilibrio exterior continúe, con un menor peso de la inversión y un cierto mantenimiento del ahorro nacional.

El endeudamiento exterior neto de la economía española aumentó en 2011, en medio de las tensiones en el mercado de deuda soberana europea

La posición deudora neta de la economía española se incrementó cerca de 3 pp del PIB en 2011, hasta situarse en el 92 %. Esta evolución reflejó las necesidades de financiación acumuladas durante el año y el impacto negativo de los efectos de valoración. En un año caracterizado por diversos episodios de recrudecimiento de las tensiones en los mercados financieros, las operaciones financieras de los residentes —excluido el Banco de España— con el resto del mundo generaron por primera vez desde 1998 una financiación neta al resto del mundo, materializada en su mayoría en los conceptos de otra inversión e inversión de cartera en renta fija. Según los datos de la Balanza de Pagos, la disminución de las tenencias de no residentes de este tipo de instrumentos más que compensó las ventas efectuadas por parte de los residentes de títulos de renta fija extranjeros. La deuda externa española —variable que incluye los pasivos exigibles frente a no residentes, es decir, los que dan lugar a pagos por amortizaciones o por intereses— aumentó 1 pp del PIB en 2011, hasta el 166 %.

1 Introducción

La economía española volvió a verse afectada por las tensiones financieras, que se tradujeron en un endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas

En este contexto, se adoptaron nuevas medidas, y continuó avanzándose en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sector bancario

Las medidas adoptadas consiguieron aliviar las tensiones, aunque desde entonces se han producido nuevos episodios de inestabilidad

Las entidades de crédito siguen sometidas a importantes presiones y han trasladado al crédito concedido el endurecimiento de las condiciones de financiación a las que se enfrentan

A lo largo del pasado año, la economía española volvió a situarse entre las más afectadas por las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro, que se intensificaron sobre todo a partir del verano, cuando adquirieron un carácter sistémico y se elevaron los peligros de una creciente retroalimentación entre riesgo soberano, riesgo bancario y pérdida dinamismo económico en varios países del área. En este contexto, los agentes residentes se enfrentaron a un importante endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, en los que se registró un ascenso notable de las primas de riesgo y se redujo la disponibilidad de fondos. Las entidades de crédito y las AAPP, sectores que acuden con mayor asiduidad a estos mercados para cubrir las necesidades de financiación de la nación, fueron los más afectados. Las dificultades a las que siguió enfrentándose la economía española para captar recursos del exterior se reflejaron en un deterioro de la posición del Banco de España frente al resto del mundo, que compensó el menor acceso a los fondos por parte de los demás agentes residentes.

La persistencia y la intensificación de estas tensiones condujeron a la adopción de nuevas medidas en los ámbitos tanto nacional como europeo. En el primero, y ciñéndose al entorno financiero, que es el objeto de este capítulo, se llevaron a cabo diversas acciones con el fin de reforzar la solvencia de las entidades de crédito (EC). Así, en febrero de 2011 se aprobó un real decreto ley (RDL) que elevó los requisitos de capital principal al 8% o al 10%, dependiendo de determinadas características de la entidad; y en octubre la EBA instó a los supervisores nacionales a exigir con carácter temporal unos requisitos de capital más estrictos a las instituciones más grandes de cada país, lo que en España afecta a las cinco mayores. En febrero y mayo del año en curso, se aprobaron dos RDL que suponen un importante esfuerzo de saneamiento adicional para las EC de los activos vinculados a la promoción inmobiliaria, por la vía de incrementos de provisiones y de capital (para más detalle, véase recuadro 1.2). Además, el último de estos RDL introdujo la obligatoriedad de traspasar los activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas a una sociedad de capital. En paralelo con el desarrollo de estas medidas, cinco entidades fueron intervenidas o adquiridas por el FROB, se generalizó el ejercicio indirecto de la actividad financiera de las cajas de ahorros a través de bancos comerciales, se produjeron nuevas fusiones, y las EC continuaron reduciendo personal y oficinas.

Las medidas adoptadas, y especialmente la inyección de fondos a tres años por parte del BCE, contribuyeron a moderar las tensiones, al reducir los riesgos de liquidez de la banca. No obstante, a finales de marzo de 2012 se registró un nuevo rebrote de la inestabilidad, que ha afectado de forma particularmente intensa a España, como reflejo de la mayor preocupación de los inversores internacionales por la estrategia seguida para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y por el efecto de la recaída de la economía sobre la situación de las entidades financieras. La incertidumbre ligada a la marcha del sistema financiero se acentuó en mayo, cuando una parte significativa del capital de la cuarta entidad por tamaño del país pasó a estar en manos del FROB.

A las presiones sobre la banca resultantes de las dificultades para captar recursos en los mercados se unieron, a partir de mediados de 2011, las derivadas de la recaída de la economía española. La debilidad del crecimiento económico, unida a la prolongación de la crisis inmobiliaria, se ha traducido en deterioros adicionales de la cartera crediticia, especialmente en el segmento vinculado a la promoción inmobiliaria, en el que se registró un repunte importante de la ratio de morosidad.

En este contexto de tensiones financieras, las entidades han trasladado a la financiación al sector privado no financiero las mayores dificultades a las que se enfrentan para la captación de fondos en los mercados mayoristas. Dicha traslación parece haberse producido tanto por la vía de un mayor coste de los préstamos como por la de descensos en la oferta crediticia. El impacto sobre esta última se habría visto amortiguado, no obstante, por los colchones de los que disponían estas instituciones financieras para obtener recursos a través de fuentes alternativas, como los depósitos minoristas o el mercado de *repos*. Así, hasta mediados de 2011 la evolución expansiva de los depósitos, junto con el descenso del crédito y las desinversiones en otros activos, redujeron las necesidades de renovación de la financiación mayorista de las entidades. A partir de julio, el saldo de los depósitos de empresas y familias ha descendido de forma moderada, evolución a la que habría contribuido un cierto desplazamiento de la inversión de estos agentes hacia otros instrumentos financieros, entre ellos los valores de renta fija y variable emitidos por las propias instituciones de crédito. Por otro lado, las medidas excepcionales adoptadas por el BCE (y, especialmente, la realización de subastas de liquidez a tres años) evitaron la materialización de un escenario de contracción drástica de la oferta de préstamos.

La deuda de empresas y familias ha descendido, pero los niveles de endeudamiento son todavía elevados y la proporción de agentes en situación vulnerable se ha incrementado

El endurecimiento de las condiciones de financiación crediticia, junto con la atonía de la demanda de fondos de empresas y familias, se tradujo en una contracción de la deuda de estos sectores. En el caso de las sociedades no financieras, el retroceso de los pasivos pasó a ser generalizado por ramas de actividad, aunque fue más intenso en las ligadas al sector inmobiliario. Este descenso contribuyó al desapalancamiento de ambos sectores, aunque este proceso siguió avanzando lentamente debido al escaso dinamismo de las rentas (véase recuadro 6.1).

El descenso del endeudamiento agregado fue compatible con un aumento de la proporción de agentes sujetos a un grado mayor de presión financiera, como se refleja en el ascenso de la ratio de dudosos de empresas y familias, en un contexto de deterioro de la situación económica y de desaparición del efecto amortiguador que en los años anteriores había desempeñado la caída de los costes medios de la deuda viva. La contracción que, previsiblemente, registrará la actividad en 2012 tenderá a incrementar el porcentaje de hogares y sociedades en situación vulnerable. En contraposición, la progresiva traslación al coste medio de sus deudas del descenso de las rentabilidades interbancarias iniciado en la segunda mitad de 2011 ejercerá una influencia en la dirección contraria.

El endeudamiento y la carga financiera de las AAPP han seguido aumentando

En el caso de las AAPP, el aumento de los pasivos, con tasas de crecimiento (13 % en marzo del año en curso) muy superiores a las del PIB nominal, resultó en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento, que alcanzó el 68,5 % del PIB a finales de 2011. Esta evolución, junto con el ascenso en los costes medios de financiación, se reflejó en una elevación de la carga financiera, que se situó en el 2,5 % del PIB.

Completar el saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario y reducir la dependencia del ahorro externo resulta crucial para reducir la vulnerabilidad de nuestra economía

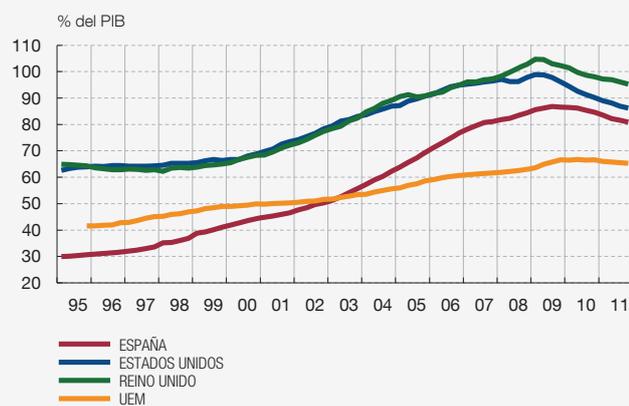
En este marco de elevadas tensiones en los mercados financieros y debilidad de la situación económica, completar el saneamiento, la recapitalización y la reestructuración del sistema financiero resulta esencial para que este sector pueda desarrollar adecuadamente su papel de intermediador en la canalización de recursos hacia otros agentes cuando se recupere la demanda de financiación, permitiendo así que el necesario desapalancamiento agregado de los hogares y las sociedades sea compatible con la disponibilidad de fondos para proyectos solventes. Resulta asimismo imprescindible que la economía en su conjunto disminuya su dependencia del ahorro externo, dados los riesgos de refinanciación que esta conlleva y que se ven acrecentados en un contexto de mayor incertidumbre y desconfianza como el actual. Aunque en el corto plazo este elemento de vulnerabilidad parece estar relativamente cubierto (véase recuadro 6.2), es crucial recuperar la confianza de los inversores internacionales en nuestra economía.

El endeudamiento de los hogares y de las sociedades no financieras españolas creció a un ritmo muy alto durante la última fase alcista (entre 1995 y 2007), alcanzando niveles elevados en relación con el PIB tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con otras economías de nuestro entorno¹ (véanse gráficos 1 y 2). Aunque una parte importante del incremento de estos indicadores responde a los cambios estructurales experimentados por nuestra economía en ese período (pertenencia a un área de mayor estabilidad macroeconómica, reducción permanente en los tipos de interés), las cotas alcanzadas resultaron excesivas, siendo imprescindible su reconducción hacia valores más moderados.

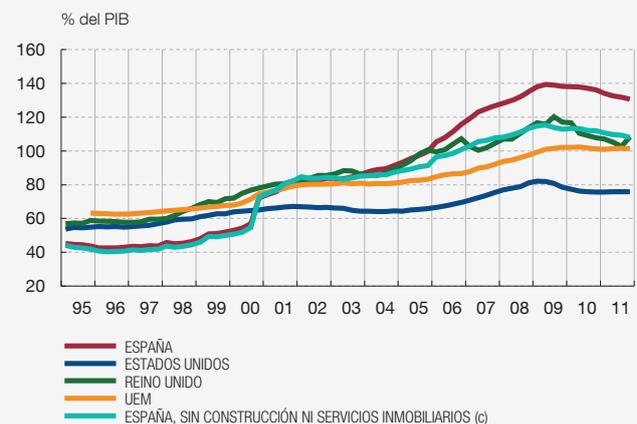
El proceso de desapalancamiento ya se ha iniciado, aunque no ha seguido hasta ahora un ritmo homogéneo. Tras el estallido de la crisis, las ratios de endeudamiento siguieron avanzando debido a la inercia de los flujos de financiación y a la fuerte contracción del PIB (denominador de la ratio). Posteriormente, tendieron a estabilizarse y, a partir del segundo semestre de 2009, se adentraron en una senda descendente. Desde el máximo alcanzado en septiembre de 2009 (87 % del PIB) y hasta finales de 2011, la ratio de deuda de las familias se ha reducido en 5,9 pp (véase gráfico 3). Esta contracción resultó del efecto conjunto de una serie de factores: 1,9 pp se explican por el hecho de que el volumen de los préstamos nuevos ha sido inferior al de las amortizaciones de la deuda viva (el flujo neto de las operaciones fue negativo), 1,9 pp son consecuencia de la inflación (que reduce el valor real de las deudas previamente contraídas), 0,7 pp tienen su origen en el crecimiento real del PIB (denominador de la ratio), y otros 1,3 pp, en los préstamos

1 En este recuadro los ratios de endeudamiento se calculan como el cociente entre la deuda y el PIB del trimestre anualizado y están ajustadas de estacionalidad. Esta aproximación, que no es la que se utiliza habitualmente, permite fechar mejor el máximo de la serie.

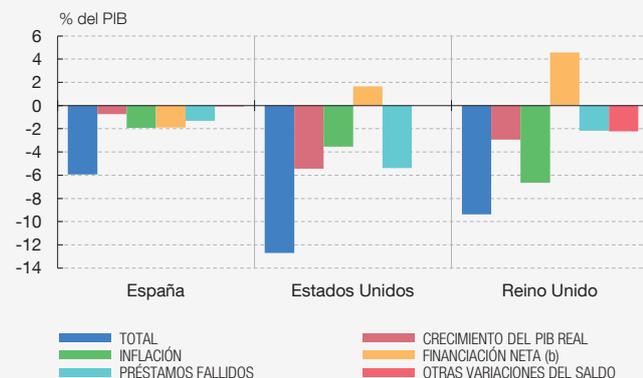
1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES (a)



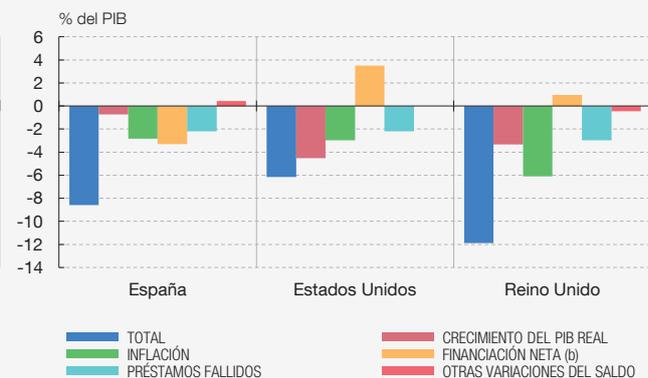
2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



3 VARIACIÓN DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO DESDE EL MÁXIMO. HOGARES (a)



4 VARIACIÓN DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO DESDE EL MÁXIMO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)



FUENTES: Banco Central Europeo, Reserva Federal, Office for National Statistics y Banco de España.

- a La ratio de endeudamiento se obtiene como el cociente entre la deuda y el PIB del trimestre anualizado y está ajustada de estacionalidad.
- b En el caso de Estados Unidos, calculada como variación de saldo menos préstamos fallidos.
- c Calculada como el cociente entre la deuda de las sociedades no financieras, excluyendo el crédito a la construcción y los servicios inmobiliarios, y el PIB nacional sin incluir el valor añadido bruto de estas ramas de actividad.

COMPARACIÓN CON OTROS PAÍSES Y LECCIONES DE LA EVIDENCIA HISTÓRICA (cont.)

fallidos (créditos que se han dado de baja del activo de los prestamistas por considerarse de difícil cobro). En el caso de las empresas (véase gráfico 4), el indicador se ha reducido en mayor medida (8,6 pp) desde el máximo registrado en el segundo trimestre de 2009 (139 % del PIB). El desglose por factores evidencia que, al igual que en el caso de los hogares, todos los componentes contribuyeron al retroceso del indicador (excepto la rúbrica «otras variaciones del saldo»), especialmente las operaciones netas y la inflación.

En Estados Unidos y el Reino Unido, economías en las que el endeudamiento privado también había alcanzado niveles elevados, se ha observado igualmente en el período reciente un proceso de desapalancamiento, que presenta, no obstante, algunas diferencias con el observado en España. En Estados Unidos el ajuste ha sido, hasta la fecha, más intenso en el caso de los hogares, cuyo endeudamiento también creció extraordinariamente durante la última etapa expansiva, hasta alcanzar un nivel superior al de nuestro país (99 % del PIB en el primer trimestre de 2009). Así, en menos de tres años se ha registrado una reducción de la ratio de deuda de este sector en 13 pp. Los dos factores que han contribuido en mayor medida a esta evolución han sido el incremento de los impagos de préstamos, de los destinados tanto a la adquisición de vivienda como a la financiación del consumo, y la recuperación de la actividad, especialmente en 2010 (véase gráfico 3). Asimismo, la notable reducción de los flujos netos de nuevos préstamos ha facilitado el proceso, si bien el flujo neto acumulado de financiación a este sector siguió siendo positivo, a diferencia de lo que ocurrió en España. Por su parte, el endeudamiento de las empresas no financieras, que se había expandido más moderadamente durante la fase de dinamismo económico, hasta representar un 82 % del PIB en el primer trimestre de 2009 (claramente inferior al valor alcanzado en nuestro país), ha experimentado una corrección algo más moderada (de alrededor de 6 pp), habiéndose estabilizado la ratio durante 2011, ya que la recuperación de los flujos de las nuevas operaciones se ha visto aproximadamente compensada por el crecimiento nominal del PIB (véase gráfico 4).

En el Reino Unido, donde los niveles de endeudamiento habían alcanzado niveles en porcentaje del PIB muy elevados en los dos sectores (105 % los hogares en primer trimestre de 2009 y 120 % las sociedades en septiembre de ese mismo año), el ajuste ha sido más acusado hasta ahora que en España (véanse gráficos 3 y 4), tanto en el caso de los hogares (9 pp) como en de las sociedades no financieras (12 pp). La mayor intensidad del proceso de desapalancamiento se explica fundamentalmente por la elevada inflación, que se ha situado persistentemente por encima del objetivo del banco central, y por el mayor crecimiento real de la economía británica. Es asimismo destacable

que, al igual que ocurre en el caso de Estados Unidos, y a diferencia de lo observado en España, el desapalancamiento del sector privado no se está apoyando en una contracción de la financiación.

La comparación del proceso de desapalancamiento en España con el de Estados Unidos y el Reino Unido evidencia que en nuestro país está siendo más lento y está descansando en mayor medida en un descenso de los flujos financieros, debido, por un lado, a que el PIB español crece menos y, por otro, sobre todo en relación con el Reino Unido, a una menor inflación. En el caso de las familias norteamericanas, también ha desempeñado un papel importante el volumen elevado de impagos, un fenómeno que puede estar asociado tanto a la peor calidad de las hipotecas concedidas durante los años previos a la crisis como a factores institucionales que tienden a favorecer el aumento de los préstamos fallidos en situaciones adversas. Lógicamente, el desendeudamiento de los hogares por esta vía tiene un impacto negativo sobre la rentabilidad del sistema bancario.

La evolución observada hasta ahora en nuestro país no se aleja, en todo caso, de los patrones históricos de anteriores procesos de desapalancamiento, que muestran que estos tienen una duración relativamente prolongada (de alrededor de seis años, en media), especialmente si vienen acompañados de crisis inmobiliarias y bancarias². En este último caso, es habitual que durante los primeros años el ajuste descansa en gran medida en flujos de financiación neta negativos, debido al nulo dinamismo económico que normalmente caracteriza esta primera etapa. Si se tienen en cuenta adicionalmente el grado de presión al que viene estando sometida la banca española desde el inicio de la crisis como resultado del sobredimensionamiento y del exceso de riesgos inmobiliarios acumulados durante la fase expansiva del ciclo y los compromisos que, en términos de estabilidad de precios, se derivan de nuestra pertenencia a la UEM, resulta difícil pensar en una dinámica alternativa para el comportamiento observado de las deudas del sector privado no financiero. La duración del proceso de contracción del crédito dependerá crucialmente, por tanto, de la capacidad de la economía para restaurar una senda de crecimiento que no pivote sobre el recurso a la financiación ajena. Como se explica detalladamente en este *Informe Anual*, ese escenario pasa por un mayor empuje de las exportaciones, que tendrá que estar basado en una pronta recuperación de la competitividad perdida a lo largo del ciclo expansivo anterior.

² Véanse, por ejemplo, McKinsey Global Institute (2010), «Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences», y O. Aspachs-Bracons, S. Jódar-Rosell y J. Gual (2011), «Perspectivas de desapalancamiento en España», Documentos de Economía «La Caixa».

La internacionalización de los flujos financieros y, en general, la creciente globalización de las finanzas amplían las posibilidades de diversificación de las carteras y de las fuentes de financiación de las economías. Desde esta perspectiva, un volumen elevado de deuda externa, sobre todo si viene acompañado de un saldo también alto de activos foráneos, no constituye necesariamente un problema. No obstante, la acumulación de pasivos frente al exterior aumenta la exposición al riesgo de refinanciación en los mercados internacionales, lo que, en el entorno actual de tensiones financieras en el área del euro y de desconfianza hacia algunos países de la zona, entre los que se encuentra España, supone un importante factor de vulnerabilidad. En nuestro caso, además, la cuantía de los activos

acumulados frente a no residentes se sitúa muy por debajo de la suma de nuestras deudas frente a ellos. Reducir este elemento de riesgo requiere un ajuste significativo en el saldo de nuestros flujos con el exterior basado en ganancias de competitividad cuyos frutos sobre la posición neta de inversión internacional solo se pueden alcanzar en un horizonte de medio plazo.

En este contexto, resulta relevante analizar con detalle los riesgos de refinanciación a corto plazo a los que se encuentra expuesta la economía española. Para valorarlos es preciso conocer tanto el volumen de deuda total frente al exterior, que a finales de 2011, y excluyendo el Banco de España, ascendía a la cifra de 1.600 mm

DEUDA EXTERNA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a) Saldos a Diciembre de 2011

mm de euros

	Valores			Depósitos (incl. interbancarios)			Préstamos y créditos comerciales	Total
	Total	Vencimiento (b)		Total	Vencimiento (c)		Total	Total
		En 2012	Posterior		En 2012	Posterior		
AAPP	247,6	53,7	193,9				34,7	282,3
Administración Central	213,2	50,4	162,8				4,9	218,1
Comunidades Autónomas	27,4	3,2	24,1				26,5	53,8
Administraciones Locales	1,0	0,1	1,0				3,4	4,4
FROB y FADE	6,0	0,0	3,8				0,0	6,0
IFM (excl. Banco de España)	223,0	45,2	177,7	493,5	354,5	139,0		716,4
<i>Del cual:</i>								
<i>Cédulas hipotecarias</i>	122,6	6,7	115,9					122,6
Otros sectores residentes	237,5	28,1	209,4				363,5	601,0
Seguros y fondos de pensiones	0,0	0,0	0,0				7,1	7,1
Fondos titulización	112,9	5,6	107,3				0,4	113,3
Auxiliares financieros	0,0	0,0	0,0				0,2	0,2
Resto de intermediarios financieros (d) (e)	114,2	21,7	92,5				1,8	116,0
<i>Del cual:</i>								
<i>Filiales IFM</i>	65,3	20,5	44,8					65,3
Sociedades no financieras (e)	9,7	0,8	8,9				173,4	183,1
Préstamos de empresas del grupo (inversión directa)							178,4	178,4
Personas físicas e ISFL	0,8	0,0	0,8				2,3	3,0
TOTAL SECTORES	708,1	127,0	581,1	493,5	354,5	139,0	398,2	1.599,8

FUENTE: Banco de España.

a Datos individuales no consolidados. Excluido Banco de España.

b La diferencia entre el total y la suma de los dos tramos especificados se debe a emisiones cuyo vencimiento no se ha podido determinar. Esta diferencia no es significativa en ningún caso.

c Para las IFM la separación por vencimiento residual se ha estimado utilizando como base información del T9 relativo al detalle por plazos remanentes de préstamos y depósitos. Hay que tener en cuenta que este estado (el T9) se refiere a los negocios totales, y que en el caso de las IFM no separa entre las residentes y las no residentes.

d Fundamentalmente, filiales de IFM y de grandes sociedades no financieras.

e No se incluyen los préstamos entre empresas del grupo, correspondientes a inversión directa.

de euros (149 % del PIB)¹, como la naturaleza de estos pasivos. En este sentido, el cuadro adjunto muestra una descomposición de dicho endeudamiento por instrumentos, sectores y, cuando esto es posible, vencimientos. Así, por ejemplo, puede observarse cómo, de los 708 mm de deuda externa materializada en valores, menos de una quinta parte (127 mm de euros) vence en 2012. Si bien es cierto que los no residentes pueden vender en el mercado los valores con vencimiento posterior a 2012, esto no supone una reducción inmediata de los fondos disponibles para los emisores españoles, aunque sí puede implicar una disminución en su precio y, consiguientemente, un encarecimiento de potenciales emisiones posteriores.

Del resto de los pasivos exigibles a corto plazo, la mayor parte correspondía a depósitos captados por las IFM españolas, que suponían 354 mm de euros. Las IFM, no obstante, tenían también depositados 149 mm de euros a corto plazo en instituciones no residentes, de manera que el importe neto que se había de refinar en 2012, por el sector en su conjunto, se reduciría a 205 mm de euros. Además, dos tercios de estas transacciones eran operaciones interbancarias con colateral, que, aunque no exentas de riesgos, están menos expuestas a eventuales problemas de refinanciación, particularmente desde que las entidades españolas comenzaron a operar a gran escala en el mercado de *repos* a través de cámaras de contrapartida central. De la parte no colateralizada, por otro lado, 103 mm de euros correspondían a sucursales y filiales españolas de bancos extranjeros, que cabe pensar que se estén financiando principalmente en sus propias matrices. En consecuencia, los riesgos de refinanciación se concentrarían fundamentalmente en la posición neta de la banca nacional sin garantías, que ascendía a 20 mm de euros a finales de 2011.

Finalmente, en el caso de los préstamos y créditos comerciales de no residentes a entidades españolas (398 mm de euros en total),

¹ Esta cifra tiene en cuenta la deuda exigible, que es inferior al total de pasivos frente al exterior (2.201 mm) como consecuencia de la existencia de pasivos no exigibles (principalmente, participaciones extranjeras en el capital de las sociedades españolas).

como puede apreciarse en el cuadro adjunto, aproximadamente la mitad de los mismos corresponde a operaciones entre empresas del mismo grupo, cuyos criterios de renovación cabe pensar que estén menos influidos por el contexto generalizado de incertidumbre actual.

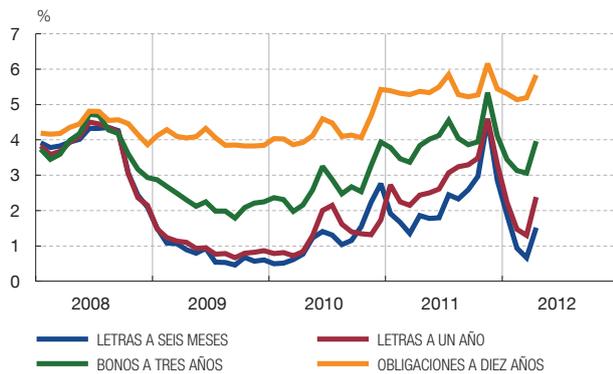
Ahora bien, un análisis de los riesgos de refinanciación a corto plazo debe tener en cuenta también la posible existencia de elementos mitigadores. En este sentido, cabe señalar, primeramente, que los agentes residentes (excluido el Banco de España) contaban con un saldo de 258 mm de euros de inversiones en cartera en el exterior. Así, en presencia de eventuales dificultades de financiación de la economía española, existe algún margen para que los sectores que necesiten recursos puedan captarlos, en parte, de aquellos que tienen materializado su ahorro en valores exteriores, tal y como ha venido ocurriendo en general en los últimos cuatro años, en los que el saldo de la inversión en cartera en el exterior se ha reducido en un 40 %. Del mismo modo, el notable aumento en el recurso de las IFM residentes al Eurosistema en los primeros meses de 2012 les ha proporcionado un colchón con el que poder hacer frente en los próximos tres años a posibles complicaciones propias o de otros sectores nacionales para renovar sus pasivos.

Estas vías alternativas de financiación no son, sin embargo, ilimitadas y su uso conlleva costes. El grado de sustituibilidad entre la cartera exterior y la interior no es perfecto y, además, este colchón solo puede actuar transitoriamente, ya que a medida que los residentes se deshacen de sus posiciones exteriores se reduce el margen para seguir recurriendo en el futuro a nuevas ventas para hacer frente a las necesidades de financiación de la economía. Del mismo modo, el aumento del recurso al Eurosistema no puede ser permanente y la reducción significativa del nivel de endeudamiento exterior sobre la base de ganancias de competitividad es un proceso dilatado en el tiempo. Por lo tanto, en el corto plazo es crucial que se persevere en las actuaciones encaminadas a la recuperación de la confianza de los inversores extranjeros en la economía española, para que se puedan restaurar los flujos normales de financiación con el resto del mundo.

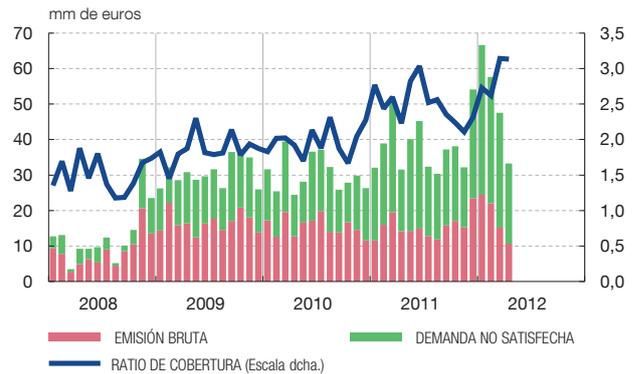
La corrección del endeudamiento de empresas y familias condicionará sus decisiones de gasto a corto plazo

El avance del proceso de corrección de los ratios de endeudamiento de las empresas y las familias, que se mantienen en niveles elevados, se verá dificultado por el contexto recesivo que se prevé para el año en curso. Es previsible que en el corto y medio plazo dicho proceso siga descansando en gran medida en flujos de financiación neta negativos, en línea con la evidencia histórica internacional disponible sobre procesos de desalancamiento en períodos de crisis inmobiliarias y bancarias. Esto condicionará el gasto del sector privado, que deberá basarse en menor medida que en el pasado en el recurso a la deuda.

RENTABILIDAD DE LA DEUDA ESPAÑOLA (a)



SUBASTAS DE DEUDA PÚBLICA (b)



RENTABILIDAD DE TÍTULOS A CINCO AÑOS. DIFERENCIAL SOBRE EL TIPO SWAP



ÍNDICES BURSÁTILES



FUENTES: AIAF, Bolsas y Mercados Españoles, Datastream, Banco de España y Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

- a Medias mensuales.
- b Incluye letras a doce meses, y bonos y obligaciones a tres, cinco y diez años.

2 Los mercados financieros españoles

2.1 LOS PRECIOS NEGOCIADOS

La acentuación de la crisis de la deuda soberana se tradujo en un endurecimiento de las condiciones de financiación de los sectores residentes en los mercados mayoristas...

La agudización y la extensión de las tensiones financieras incidieron de forma significativa sobre los precios negociados en los mercados nacionales. Así, entre abril y mediados de noviembre de 2011 aumentaron las rentabilidades y las primas de riesgo de los títulos emitidos por los agentes residentes (véase gráfico 6.1). En el caso del Estado, la rentabilidad del bono a diez años llegó a situarse en valores próximos al 7 % en los momentos de máxima tensión, casi 500 puntos básicos (pb) por encima de la referencia alemana al mismo plazo. También se elevaron las primas de riesgo crediticio de la deuda emitida por las entidades bancarias y, en menor medida, las de las sociedades no financieras. La mayor moderación del incremento en este último caso reflejaría la menor exposición a los riesgos soberanos y la elevada diversificación geográfica de la actividad de las compañías que suelen utilizar este tipo de instrumentos para financiarse (las de mayor tamaño).

A lo largo de diciembre de 2011 y en los dos primeros meses de 2012 se atenuaron las tensiones en los mercados financieros y tanto los tipos negociados como los diferenciales se redujeron sensiblemente. Las medidas desplegadas a escala nacional y europea, y en especial la introducción de subastas de liquidez a tres años por parte del BCE, contribuyeron a explicar esta evolución. No obstante, desde finales de marzo de 2012 se ha registrado un rebrote de inestabilidad, que se ha reflejado en un ascenso notable de las primas de riesgo de los emisores residentes, y en especial de las correspondientes a las AAPP y a las entidades de crédito.

mm de euros

	2008	2009	2010	2011
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES	145,9	199,8	87,1	126,1
Renta fija	131,1	189,6	71,6	92,6
Instituciones financieras monetarias	-26,9	39,6	7,9	72,6
Otros intermediarios financieros	104,8	21,9	-12,2	-58,8
<i>De los cuales:</i>				
Fondos de titulización	95,0	14,9	-5,9	-46,7
Filiales de instituciones financieras monetarias	7,4	-8,8	-12,6	-15,6
Filiales de sociedades no financieras	3,0	14,5	7,1	5,1
Sociedades no financieras	1,7	0,1	-0,7	1,2
Administración Central	50,2	119,4	63,2	69,9
AATT	1,4	8,6	13,3	7,7
Renta variable	14,8	10,2	15,5	33,5
Instituciones financieras monetarias	10,0	3,0	7,3	26,9
Otros intermediarios financieros	1,4	0,4	0,1	0,2
Sociedades no financieras	3,4	6,8	8,1	6,4
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	0,0	0,0	0,5	0,0
PRO MEMORIA				
Variación de la autocartera de las instituciones financieras monetarias	2,5	2,7	12,6	67,3
Emisiones netas de filiales en el extranjero	12,9	-2,0	-8,7	-19,1
Instituciones financieras	14,3	-3,4	-10,6	-20,0
Sociedades no financieras	-1,4	1,4	2,0	0,8

FUENTE: Banco de España.

... y en un descenso de las cotizaciones bursátiles

La situación de inestabilidad se trasladó también a las bolsas, donde a lo largo de 2011 y la parte transcurrida de 2012 las cotizaciones descendieron, en un contexto de elevada volatilidad. De este modo, entre finales de 2010 y el 25 de mayo de 2012 el IBEX 35 acumulaba una caída del 33,6 %, superior a la del EUROSTOXX 50 (22,6 %), y que contrasta con la revalorización del 4,8 % del S&P 500 americano durante este mismo período. El comportamiento comparativamente más desfavorable del índice español con respecto al de la UEM está en parte relacionado con el mayor peso que el sector bancario, que es uno de los que ha registrado un comportamiento más desfavorable en ambas áreas, tiene en el indicador de nuestro país.

2.2 LOS MERCADOS PRIMARIOS

Un porcentaje elevado de las emisiones de valores negociables de las entidades de crédito fueron retenidas para aumentar el volumen de activos de garantía

La emisión neta de valores de renta fija realizada por las instituciones financieras monetarias aumentó notablemente en 2011, al pasar de 7,9 a 72,6 mm (véase cuadro 6.1). Sin embargo, la mayor parte (67 mm) se explica por el ascenso de las operaciones retenidas para utilizarlas como activos de garantía en las operaciones con el Eurosistema, dadas las dificultades a las que se enfrentaban para obtener recursos en los mercados mayoristas.

Por su parte, el volumen neto colocado por los otros intermediarios financieros continuó siendo negativo, y por un importe superior al de 2010, que resultó fundamentalmente de la reducción del saldo vivo de los valores emitidos por los fondos de titulización. La oferta neta de estos fue de -47 mm, 41 mm menos que al año precedente. Las filiales no resi-

dentos continuaron realizando amortizaciones netas, que en el caso de las correspondientes a las instituciones financieras alcanzaron los 20 mm.

Las emisiones netas de las AAPP se mantuvieron en importes elevados, y descendieron las de las sociedades no financieras, aunque volvieron a ser positivas

Las emisiones netas de las AAPP alcanzaron los 78 mm, importe similar al del año anterior. A pesar del complicado panorama derivado de las crisis de la deuda soberana y de las reducciones de su calificación crediticia, la Administración Central¹ aumentó un 11 % su oferta neta de títulos, manteniendo unas altas ratios de cobertura en la mayoría de las subastas. Por el contrario, las colocaciones netas de las AATT descendieron un 43 %, tras los registros relativamente abultados de 2010, lo que refleja las dificultades a las que se enfrentaron para acceder a la financiación de los mercados.

En consonancia con el menor impacto que las tensiones financieras tuvieron sobre las condiciones de financiación de las sociedades no financieras en los mercados, sus emisiones netas de deuda siguieron mostrando un elevado dinamismo, si bien el volumen continuó representando un porcentaje limitado del total del mercado de renta fija privada. El importe obtenido alcanzó un nivel de 7,1 mm (incluyendo las filiales residentes y no residentes), lo que equivale a alrededor del 10 % del saldo vivo de estos instrumentos. El grueso de esta oferta neta (5,1 mm) la siguieron realizando las filiales residentes, que mostraron un comportamiento más expansivo que las radicadas en el resto del mundo (0,8 mm) y que las empresas matrices (1,2 mm).

Las emisiones de renta variable volvieron a aumentar, impulsadas por el proceso de reestructuración del sistema financiero

A pesar de la inestabilidad dominante en los mercados bursátiles, las emisiones de renta variable aumentaron por segundo año consecutivo, y a un ritmo elevado (por encima del 100 %), aunque siguen en niveles reducidos (34 mm) en comparación con el conjunto del mercado primario de valores negociables. La mayor parte de las ampliaciones de capital (27 mm) se concentró en el sector bancario, evolución que se ha visto impulsada por el proceso de reestructuración en el que está inmerso. En cambio, la elevada volatilidad en las bolsas condujo a la paralización de diversos proyectos de privatización de empresas públicas previstos para 2011.

2.3 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

A pesar del agravamiento de las turbulencias financieras, la negociación de valores de renta fija aumentó

A pesar de las tensiones, en los mercados secundarios de renta fija aumentaron los volúmenes negociados de forma generalizada en todos los segmentos (véase cuadro 6.2). Así, el mercado de deuda pública, el de la AIAF y el de renta fija privada bursátil experimentaron avances de contratación del 9 %, 49 % y 6 %, respectivamente². En el primer caso, el detalle por tipo de operaciones revela que la negociación al contado mantuvo el perfil ascendente que presenta desde 2008, mientras que las transacciones dobles (*repos* y simultáneas) volvieron a descender, aunque menos que en ejercicios previos. Este retroceso está, al menos en parte, relacionado con el desplazamiento de la actividad hacia otras plataformas electrónicas, como BrokerTec o Eurex, que liquidan sus operaciones a través de cámaras de contrapartida central. Por su parte, el incremento de la negociación en AIAF está en buena parte vinculado con la utilización de papel privado en las operaciones de instrumentación de política monetaria y, sobre todo, con las transacciones realizadas por el Tesoro, con el fin de rentabilizar sus activos líquidos.

En cambio, la actividad en los mercados secundarios de renta variable disminuyó

Por el contrario, el importe efectivo de negociación en el mercado de acciones cayó un 11 %, como consecuencia de la caída de las cotizaciones y de los efectos de la prohibición de incrementar las posiciones cortas sobre acciones del sector financiero, vigente entre

¹ La Administración Central comprende el Estado y organismos dependientes, empresas públicas no productoras de mercado, el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria y el Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico.

² Para un mayor detalle sobre la actividad en el primero de estos segmentos, véase *Mercado de deuda pública, 2011*, del Banco de España.

mm de euros

	2008	2009	2010	2011
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	19.944	18.522	18.552	20.312
Contado	2.202	2.470	4.635	6.957
Repo y simultáneas	17.477	15.903	13.761	13.128
Plazo	265	150	156	226
Mercado AIAF de renta fija	2.401	3.692	3.658	5.445
Pagarés	577	529	383	225
Cédulas y bonos de titulización	1.740	2.849	2.413	4.787
Resto	83	314	862	433
Mercado bursátil de renta fija	80	75	67	71
Mercado bursátil de renta variable	1.245	898	1.038	926
Mercados MEFF de derivados	1.073	710	1.263	634
IBEX 35	989	622	1.158	571
Derivados sobre acciones	84	88	105	63

FUENTES: Bolsas y Mercados Españoles, Federación Europea de Bolsas y Banco de España.

a Solo incluye operaciones con valores del Estado.

agosto de 2011 y febrero de 2012. Dicha prohibición incidió sobre el volumen de actividad tanto en la operativa al contado a través de las ventas en corto (*short selling*, en la terminología anglosajona) como, especialmente, en la del segmento de derivados de renta variable, en el que la negociación de los futuros y opciones cayó un 51 % con respecto a 2010.

3 La inversión y la financiación exterior de la economía española

Las necesidades de financiación de la economía española han seguido descendiendo...

... y se cubrieron fundamentalmente a través de la posición intrasistema del Banco de España, ya que los no residentes desinvertieron en nuestra economía y la inversión nacional en el exterior pasó a ser positiva

En 2011 se prolongó la senda de corrección de las necesidades de financiación de la economía española, que en términos acumulados de doce meses se situaban, al cierre del año, en el 3,4 % del PIB, 0,6 pp menos que en 2010.

El clima de menor confianza de los inversores en la economía española, junto con las tendencias hacia un mayor sesgo nacional de las inversiones, se tradujo en una importante desinversión del resto del mundo en la economía española (véase cuadro 6.3). En particular, la posición deudora neta en el mercado interbancario sin colateral se redujo, por un importe equivalente al 3,6 % del PIB, y los no residentes disminuyeron también sus tenencias de valores distintos de acciones emitidos tanto por instituciones financieras como, en menor medida, por las AAPP. Más positivo fue el comportamiento de las compras de acciones de sociedades no financieras por parte del resto del mundo, que se mantuvieron en torno al 2,5 % del PIB, en línea con la estabilidad de la inversión directa del exterior, aunque ello fue insuficiente para compensar el resto de movimientos. En consecuencia, las necesidades de financiación se cubrieron principalmente a través de la posición intrasistema del Banco de España (flujos que supusieron un 10,5 % del PIB). Hay que tener en cuenta, en todo caso, que esta evolución está condicionada, en parte, por el resultado de la subasta extraordinaria de liquidez a tres años del Eurosistema de diciembre, que, dadas las favorables condiciones y plazos, hizo que algunas entidades utilizaran una proporción de los recursos obtenidos para reemplazar otras formas de endeudamiento, como el interbancario colateralizado, frente al exterior.

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 6.3

% del PIB

	2008	2009	2010	2011
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-9,2	-4,7	-4,0	-3,4
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	1,7	-1,1	-2,5	2,3
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,3	-3,2	-1,4	0,4
<i>De los cuales:</i>				
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	-0,5	-1,7	-1,3	0,0
Valores distintos de acciones	1,3	0,0	-7,1	-1,1
<i>De los cuales:</i>				
<i>Entidades de crédito</i>	1,5	1,2	-3,1	0,6
<i>Inversores institucionales</i>	-0,5	-1,0	-2,9	-1,2
Acciones y otras participaciones	1,7	1,6	3,2	1,1
<i>De las cuales:</i>				
<i>Sociedades no financieras</i>	3,5	0,2	3,0	-0,1
<i>Inversores institucionales</i>	-2,3	0,5	1,0	0,5
Préstamos	0,8	0,3	1,0	1,4
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	10,9	3,6	1,5	5,6
Depósitos	8,0	-0,5	-0,5	8,7
<i>De los cuales:</i>				
<i>Interbancario entidades de crédito (a)</i>	6,2	0,7	-7,4	-3,6
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (b)</i>	0,2	0,1	5,8	2,7
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	1,9	-0,8	0,2	10,5
Valores distintos de acciones	-2,7	3,5	-2,0	-6,9
<i>De los cuales:</i>				
<i>Administraciones Públicas</i>	1,1	5,1	1,9	-0,4
<i>Entidades de crédito</i>	-1,9	1,0	-1,3	-3,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-1,9	-2,6	-2,6	-3,4
Acciones y otras participaciones	3,2	1,0	2,3	2,6
<i>De las cuales:</i>				
<i>Sociedades no financieras</i>	2,4	0,4	2,3	2,5
Préstamos	2,9	0,1	1,3	1,0
Otros neto (c)	0,3	-0,7	-1,5	-0,3
PRO MEMORIA				
Inversión directa de España en el exterior	4,7	0,9	2,8	2,4
Inversión directa del exterior en España	4,8	0,7	2,9	1,8

FUENTE: Banco de España.

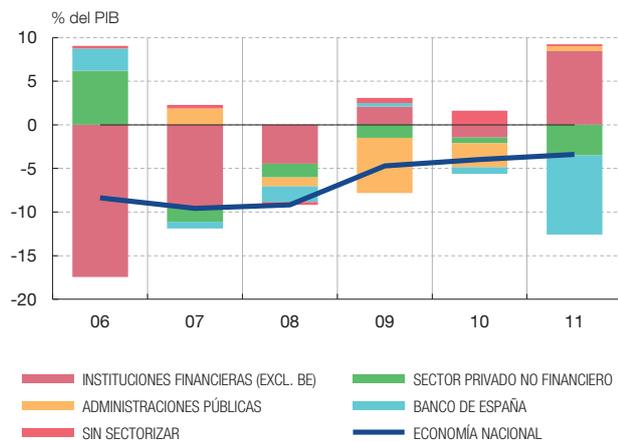
a Excluidas operaciones temporales.

b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

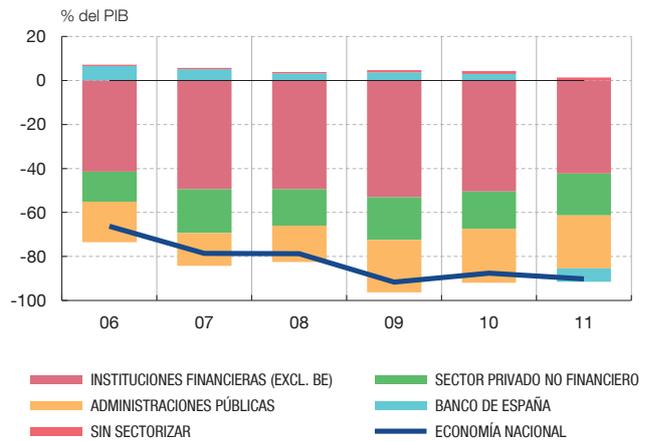
c Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activo que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

Por su parte, la inversión de los sectores residentes en el resto del mundo pasó a ser positiva, a diferencia de lo sucedido en los dos años previos, alcanzando un volumen equivalente al 2,3 % del PIB. Aun así, los agentes nacionales volvieron a desinvertir en valores distintos de acciones, aunque en menor medida que en 2010. La inversión directa de España en el exterior se recuperó ligeramente, hasta alcanzar el 2,4 % del PIB.

FLUJOS



SALDOS



FUENTE: Banco de España.

El saldo de los pasivos netos de la nación frente al exterior sigue en niveles muy elevados

Como consecuencia de esta evolución de los flujos de inversión, así como de las variaciones en los precios de los activos, el saldo de los pasivos netos de la nación frente al resto del mundo alcanzaba al cierre de 2011 algo más del 90 % del PIB, según las cuentas financieras, 2,5 pp más que en 2010 (véase gráfico 6.2). Por sectores, destacó el descenso de 9 pp de la posición acreedora del Banco de España, que pasó, de este modo, a presentar un saldo deudor frente al exterior, por un importe equivalente al 6 % del PIB. En contraposición, descendió 8 pp la deuda externa de las instituciones financieras. Para el resto de los sectores las variaciones fueron menos significativas.

4 Los intermediarios financieros españoles

4.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO³

Las EC españolas se enfrentaron a un entorno macrofinanciero muy complejo

La actividad de las EC estuvo marcada por la necesidad de profundizar en los esfuerzos de ajuste iniciados anteriormente y por los efectos negativos derivados de la crisis de la deuda soberana en la UEM y del deterioro de las perspectivas económicas. Todo ello conformó un escenario complicado en el que, a pesar de los avances realizados, continuaron enfrentándose a retos importantes que dificultaron su operativa.

Se dieron nuevos pasos en el saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema...

La aprobación, en febrero de 2011, del RDL 2/2011 para el reforzamiento del sistema financiero indujo nuevos avances en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración de las entidades, y en particular de las cajas de ahorros. Dicho RDL estableció la obligación para las EC de mantener un volumen de capital principal⁴ superior al 8 % de los riesgos ponderados de forma general, y superior al 10 % en determinados casos. Las entidades que no lograran alcanzar dicha cifra se verían obligadas a recurrir al apoyo del FROB, materializado en forma de acciones ordinarias. Como resultado, a lo largo de 2011 nueve

³ Para más detalles sobre la situación financiera de las entidades de crédito españolas, véanse la *Memoria de la Supervisión Bancaria en España* y el *Informe de Estabilidad Financiera*, del Banco de España, donde se tratan estos temas con mayor profundidad.

⁴ Que incluye, en línea con lo definido en Basilea III para 2013, el capital, las reservas, las primas de emisión, los ajustes positivos por valoración, los intereses minoritarios, y, adicionalmente, los instrumentos suscritos por el FROB y, transitoriamente, los instrumentos obligatoriamente convertibles en acciones antes de 2014 y que cumplan ciertos requisitos que garanticen una alta capacidad de absorción de pérdidas.

entidades recurrieron a inversores privados por un total de 5,8 mm de euros (incluyendo la salida a Bolsa de dos de los nuevos bancos creados por grupos de cajas). Otras dos entidades fueron intervenidas por el FROB y en tres este adquirió la mayoría del capital (véase recuadro 1.2). En mayo del año en curso, la cuarta entidad financiera del país por dimensión solicitó la conversión de participaciones preferentes que había suscrito previamente el FROB en acciones ordinarias, de manera que este último pasará a ostentar un porcentaje muy significativo de su capital. Posteriormente, esa misma entidad acordó pedir al FROB la suscripción de una ampliación de capital por un importe de 19.000 millones de euros, en el contexto de un plan de saneamiento. Asimismo, se generalizó el ejercicio indirecto de la actividad financiera de las cajas de ahorros a través de bancos comerciales (con solo dos excepciones de cajas muy pequeñas). Se produjeron también nuevas fusiones, incluyendo la venta posterior, tras un proceso de subasta pública, de dos de las entidades controladas por el FROB. De este modo, a comienzos de abril de 2012 el número de entidades de depósito españolas operativas (excluyendo las sucursales extranjeras y las cajas de ahorros que han traspasado su actividad financiera) se había reducido en 43, desde 2007.

Al cierre del año, el coeficiente de solvencia total de las EC españolas se elevaba al 12,4 % (cinco décimas más que doce meses atrás), con un nuevo aumento del peso de los componentes con mayor capacidad de absorción de pérdidas, con lo que las entidades seguían adelantándose así, en parte, a la futura entrada en vigor de Basilea III⁵. Esta cifra agregada es compatible, por otro lado, con un cierto grado de dispersión entre las distintas instituciones. El esquema de recapitalización de la EBA acordado en la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno del área del euro de 26 de octubre (que obliga a situar el nivel de capital básico de elevada calidad —*core tier 1*— por encima del 9 % y a la constitución de un colchón de recursos propios vinculado a la exposición a deuda soberana europea en las entidades europeas sistémicas en junio de 2012), y los nuevos requisitos de capital del RDL 2/2012, de saneamiento del sector financiero, aprobados por el Gobierno español en febrero de este año, obligaron a las entidades a continuar en esta línea de esfuerzo.

... en un contexto en el que los beneficios descendieron notablemente como consecuencia de las mayores provisiones y del estrechamiento del margen de intermediación

Los beneficios de las entidades continuaron presionados por el estrechamiento del margen de intereses y por los efectos del limitado dinamismo económico sobre la calidad de su activo (véase cuadro 6.4). Así, a pesar de las medidas de contracción de los gastos de explotación (reducción del 7 % en el número de oficinas y del 6 % en el de empleados), en 2011 los resultados antes de saneamientos disminuyeron en un 12 % a nivel consolidado (17 % a nivel individual). A esto hay que añadir el esfuerzo adicional realizado en términos de dotaciones a provisiones, lo que se tradujo en un beneficio neto reducido a nivel consolidado y prácticamente nulo a nivel individual para el conjunto del sistema, que resultó de la agregación de valores que, a nivel de las entidades, muestran un cierto grado de heterogeneidad. El deterioro del activo hizo que los préstamos dudosos en España se elevaran al 7,8 % del total a final de año, frente al 5,9 % doce meses atrás, resultado, principalmente, del repunte (hasta el 20 %) en los créditos dudosos a constructores y promotores inmobiliarios (véase gráfico 6.3).

El acceso a los mercados mayoristas de financiación resultó complicado y los depósitos de la clientela comenzaron a descender a partir de junio, aumentando el recurso al Eurosistema

Por el lado de la financiación, tal y como se describe en el epígrafe 6.2, a partir de abril de 2011 el acceso de las EC españolas a los mercados de valores volvió a encarecerse y a complicarse. La mejoría registrada en los meses iniciales del año en curso tras las subastas extraordinarias de inyección de liquidez a tres años por parte del Eurosistema se interrumpió a finales de marzo, debido al rebrote de las tensiones financieras.

5 El coeficiente de solvencia básico se situaba, a diciembre de 2011, en el 10,6 %, y el de capital principal, en el 9,4 %.

ENTIDADES DE CRÉDITO (a):
BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

CUADRO 6.4

	Consolidado			Individual		
	dic-10	dic-11	T. interan. (%)	dic-10	dic-11	T. interan. (%)
PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT)						
ACTIVO TOTAL (mm de euros)	3.816,3	3.927,6	2,9	3.121,9	3.183,5	2,0
Crédito	63,4	61,4	-0,2	61,2	57,9	-3,5
<i>Del cual: sector privado residente en España</i>				55,4	52,1	-4,2
Valores representativos de deuda	12,8	12,6	2,0	12,7	13,0	4,2
Resto de activo	23,9	25,9	11,8	26,1	29,1	13,8
PASIVO						
Bando de España y otros bancos centrales	2,5	5,3	118,0	2,4	5,9	153,3
Depósitos interbancarios (b)	15,8	15,3	0,1	19,6	19,4	0,9
Depósitos de la clientela (c)	50,6	48,0	-2,4	49,9	45,9	-6,2
<i>Del cual: hogares y soc. no fin. residentes en España</i>				30,3	29,0	-2,3
Valores negociables	14,6	13,8	-2,8	11,4	10,6	-5,6
Resto de pasivo	10,7	11,7	11,9	11,0	11,8	8,8
Patrimonio neto	5,8	5,9	4,6	5,6	6,4	16,1
CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM)						
(+) Productos financieros	3,36	3,75	12,7	2,54	2,80	9,1
(-) Costes financieros	1,57	2,03	30,5	1,39	1,78	26,7
Margen de intereses	1,78	1,71	-3,0	1,15	1,02	-12,2
Margen bruto	2,79	2,63	-4,5	2,10	1,90	-10,7
(-) Gastos de explotación	1,31	1,35	4,0	0,97	0,95	-2,8
(-) Dotaciones y saneamiento de activos financ.	0,85	0,90	6,8	0,72	0,72	-0,8
Resultado de la actividad de explotación	0,62	0,38	-38,1	0,42	0,23	-46,2
Resultado después de impuestos	0,47	0,20	-56,9	0,31	0,06	-80,9
RATIOS (%)						
Solvencia	11,9	12,4				
Solvencia básico	9,7	10,6				
Activos dudosos / AT	3,4	4,2		3,5	4,4	
Negocio en el extranjero / AT	26,3	27,4				
Eficiencia (GE / MB)	47,1	51,3		46,1	50,2	
ROE (d)	7,4	2,9		5,3	1,0	

FUENTE: Banco de España.

a No se tienen en cuenta las cajas de ahorros sin actividad financiera directa.

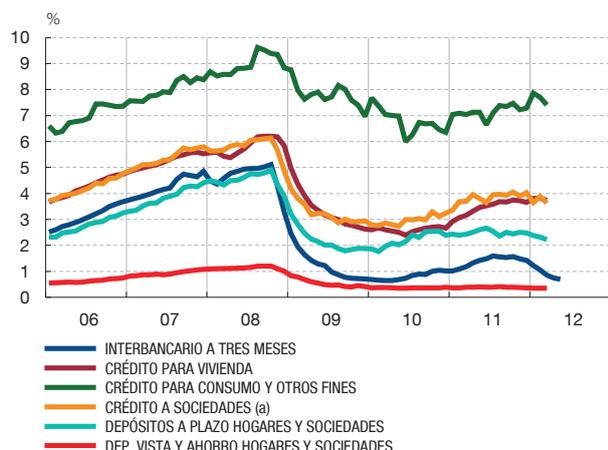
b Incluye operaciones del mercado monetario con entidades de contrapartida central.

c Incluye pasivos con fondos de titulización.

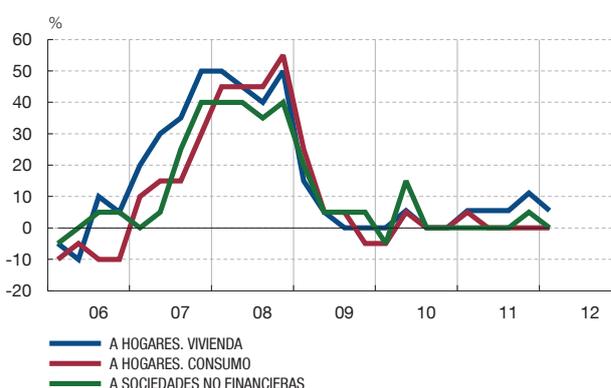
d Aunque se presenta a nivel tanto consolidado como individual, debe tenerse en cuenta que esta medida es más representativa en el primer caso, ya que el segundo no incluye todos los negocios del grupo.

Asimismo, desde el inicio del verano el volumen de los depósitos de la clientela comenzó a descender, hasta situarse su tasa de crecimiento interanual en el -3% en los meses finales del año. En el negocio en España, el descenso fue más marcado en los fondos captados de las sociedades que en los de los hogares, mientras que en los procedentes de las AAPP se observó un comportamiento más volátil. El retroceso de los mantenidos por el sector privado no financiero parece responder a una combinación de factores. Entre ellos, cabe destacar, por una parte, un contexto macroeconómico adverso que ha llevado a una menor inversión en activos financieros de dicho sector y, por otra, una cierta recomposición de su cartera en favor de otros pasivos emitidos por las propias entidades residentes (tanto valores de renta fija como variable), de títulos de deuda pública y, en menor

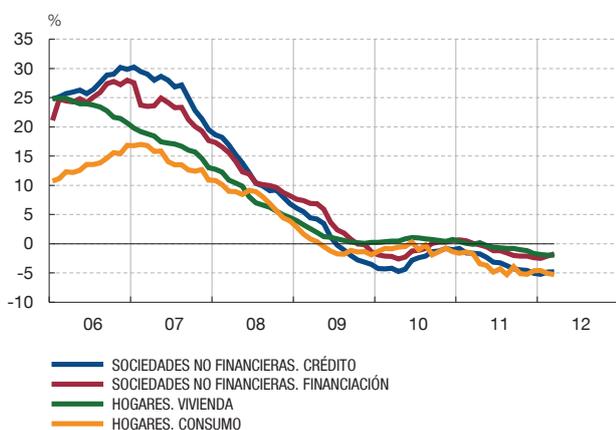
TIPOS DE INTERÉS



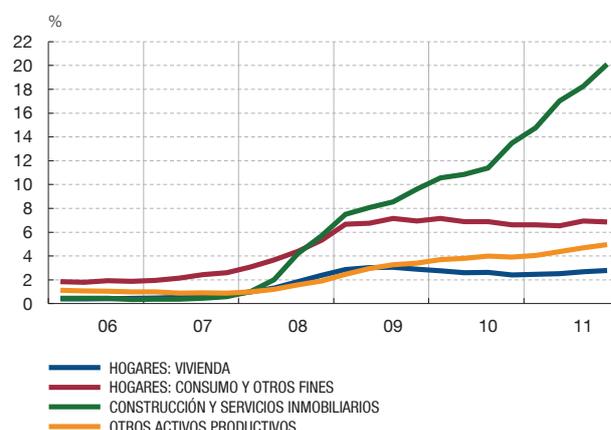
CONDICIONES DE OFERTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO (c)



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 Calculado como crédito dudoso/crédito total.

medida y sobre todo en el caso de las empresas, de depósitos en el resto del mundo. Los depósitos de no residentes también tendieron a reducirse en la segunda mitad de 2011, mostrando una tasa de variación interanual del -9 % en marzo del año en curso, mientras que los de las otras instituciones financieras residentes disminuyeron de forma continuada durante todo el año, como consecuencia de las amortizaciones de bonos de titulización y de participaciones preferentes emitidas por entidades filiales.

Ante la acumulación de vencimientos de deuda y las dificultades para emitir nuevos valores, las EC españolas tuvieron que elevar primeramente su financiación neta en el mercado interbancario, mediante operaciones de préstamo colateralizadas realizadas a través de las cámaras de contrapartida central, y posteriormente recurrieron al Eurosistema. En este sentido, las operaciones extraordinarias de inyección de liquidez a tres años de diciembre de 2011 y febrero de 2012 fueron importantes para reducir los riesgos de des-

apalancamiento acelerado y contracción del crédito, asociados a posibles problemas de refinanciación. Gracias a las mismas, las EC españolas pudieron incrementar los colchones de liquidez disponibles a finales de marzo (materializados fundamentalmente en depósitos en el propio Eurosistema —49 mm de euros— y en valores de renta fija de AAPP e IFM —105 mm de euros de incremento desde noviembre—) con los que afrontar próximos vencimientos, permitiendo además reducir el endeudamiento neto interbancario, tanto con garantía como sin ella, en 93 mm de euros.

La financiación concedida al sector privado se contrajo

En este entorno complicado, la financiación total al sector privado residente se redujo cerca del 4 %, frente al retroceso del 0,5 % de 2010. Por el contrario, la otorgada al sector público se elevó un 17 %, con un fuerte impulso, como ya se ha señalado, de la adquisición de valores emitidos por dicho sector en diciembre. Ambas tendencias se habrían mantenido en los primeros meses del año en curso. De acuerdo con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), el descenso en los préstamos concedidos a hogares y sociedades se debería en una parte importante a la atonía de la demanda, más acusada en el caso de las familias, cuyo volumen de peticiones descendió sustancialmente, tanto para consumo como para adquisición de vivienda. No obstante, los criterios de concesión de fondos al sector privado no financiero, que partían de unos niveles muy exigentes, habrían registrado un cierto endurecimiento adicional, más intenso en el último trimestre del año, y los márgenes aplicados se habrían ampliado significativamente. En línea con esto último, la información de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito a empresas y familias muestra aumentos, con respecto a los tipos de interés de referencia en cada caso, de entre 40 pb y 60 pb a lo largo del año, con incrementos adicionales —aunque algo menores— en el período transcurrido de 2012.

De cara al futuro, persisten retos significativos

De cara al futuro, las EC españolas seguirán afrontando retos significativos. Pese a que los saneamientos acumulados desde el inicio de la crisis son elevados (112 mm de euros hasta diciembre de 2011; véase recuadro 1.2 del capítulo 1 de este Informe), estos volverán a ser sustanciales en 2012, a lo que contribuirán tanto el RDL 2/2012 y el RDL 18/2012 como la propia evolución de la economía española. Por tanto, los resultados seguirán viéndose presionados a la baja. En contrapartida, los problemas de liquidez se han visto aliviados sustancialmente por las medidas extraordinarias de inyección de liquidez del BCE, si bien hay que tener en cuenta que su carácter transitorio implica que en el medio plazo resulta esencial restablecer la confianza en el sistema bancario, para que las EC puedan volver a captar financiación en los mercados mayoristas con normalidad.

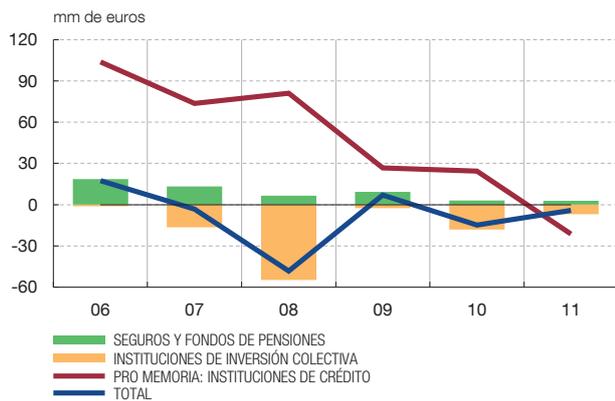
4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Los ahorradores continuaron retirando fondos del sector. Las rentabilidades fueron en general negativas y el patrimonio tendió a disminuir

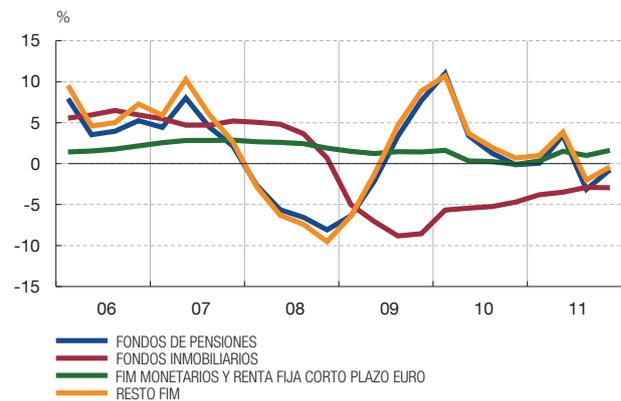
Los inversores institucionales continuaron enfrentándose a grandes dificultades para la obtención de nuevos recursos del sector privado residente, dada la reducción en la adquisición de activos financieros por parte de los hogares y las empresas, y la fuerte competencia por parte de las entidades de crédito. Como muestra el gráfico 6.4, en las instituciones de inversión colectiva (IIC) los fondos captados volvieron a ser negativos en el conjunto del año, aunque en menor medida que lo ocurrido en el ejercicio precedente. Los seguros de vida registraron entradas netas moderadas (en torno a 6 mm de euros), pero que se vieron compensadas por las salidas en reservas de jubilación (fondos de pensiones y mutualidades).

Las rentabilidades obtenidas se vieron afectadas negativamente por la evolución de los mercados de renta variable, por lo que, en el caso de los fondos de inversión y de pensiones, únicamente aquellos con una vocación inversora en activos de renta fija registraron rendimientos positivos. Consecuentemente, el patrimonio gestionado por las IIC disminuyó nuevamente, aunque menos que en 2010, y aumentó tan solo ligeramente en las entidades de seguros y fondos de pensiones. Dentro de las primeras, volvieron a ganar peso

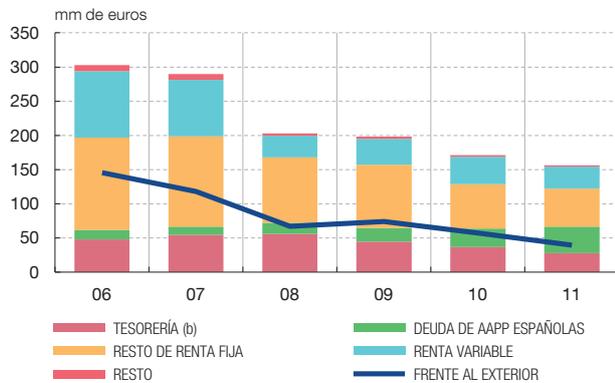
FONDOS CAPTADOS POR OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (a)



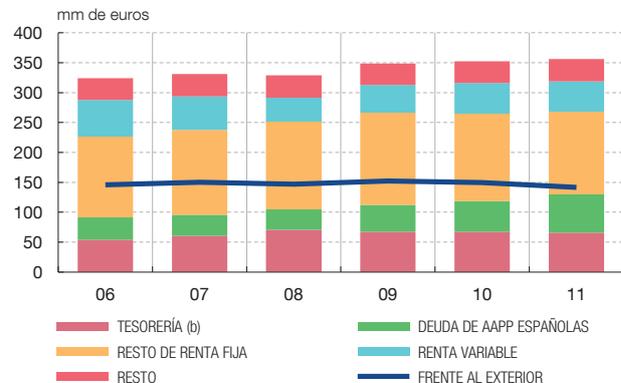
RENTABILIDAD ANUAL



INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: ACTIVO FINANCIERO



ENTIDADES DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES: ACTIVO FINANCIERO



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

- 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.

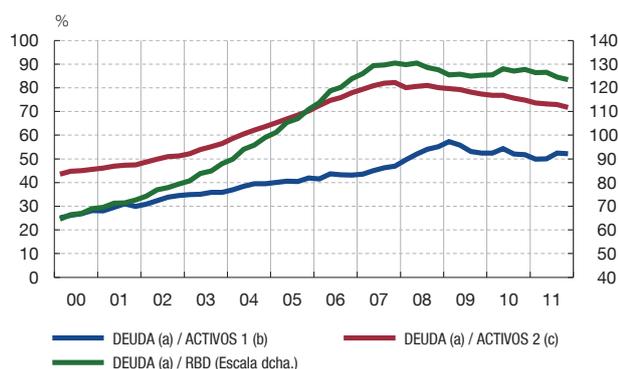
relativo las que siguen una estrategia de inversión en renta fija con rendimientos garantizados, y lo perdieron las que invierten en instrumentos de renta fija a corto plazo y los fondos monetarios, cuya naturaleza les hace sustitutos más directos de los depósitos en entidades de crédito. Los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria siguieron registrando descensos importantes en su activo y rentabilidades negativas, mientras que las IIC de inversión libre mostraron también resultados negativos, si bien su patrimonio se incrementó algo en el año. Estos dos grupos de entidades representaban a diciembre de 2011 tan solo un 3% y un 1%, respectivamente, del activo total de las IIC.

Por su parte, la captación de fondos de las entidades de capital riesgo españolas fue reducida, suponiendo tan solo un 17% de los 2,4 mm de euros obtenidos por el total de las residentes y no residentes durante el año pasado. El volumen de inversiones realizadas en 2011 fue de 3,2 mm, un 7% inferior al de 2010 y nuevamente explicado en una parte muy importante (60%) por la actividad de las instituciones foráneas.

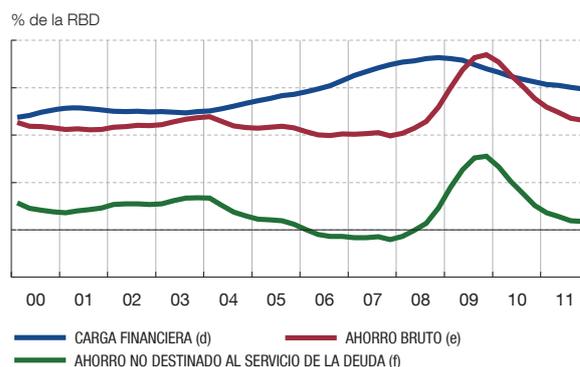
Prosiguieron las ventas de activos exteriores y las compras de deuda pública española

En cuanto a la estructura de la cartera del sector en su conjunto, continuaron predominando las inversiones en activos de renta fija (79% del total en las IIC y 85% en los seguros y fondos de pensiones), al tiempo que siguió produciéndose una reducción de las posiciones

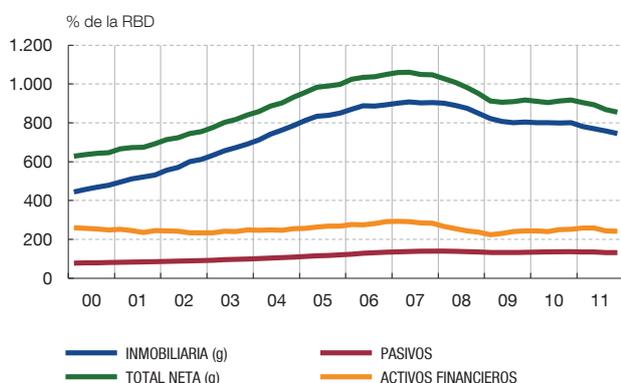
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



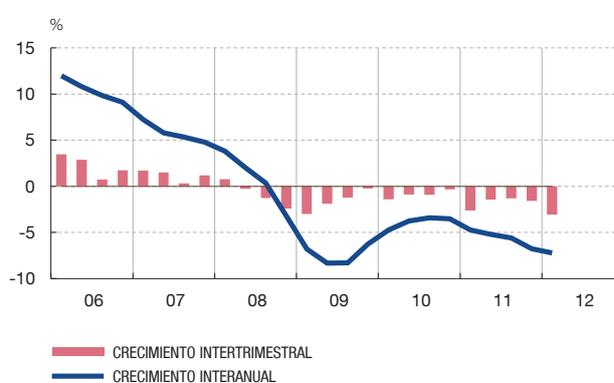
CARGA FINANCIERA Y AHORRO



RIQUEZA



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA



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

- a Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
- b Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- c Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- e Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- f Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- g Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

en valores exteriores (de 28 mm de euros) y un aumento significativo en las tenencias de deuda pública española (21 mm de euros), un desarrollo que está en línea con las tendencias hacia una mayor preferencia de los inversores por valores nacionales que se ha observado en la mayoría de los países europeos (véase capítulo 4).

5 Los flujos financieros y la posición patrimonial del sector no financiero

5.1 LOS HOGARES

La deuda de los hogares descendió, con lo que continúa su proceso de desapalancamiento, y su riqueza siguió cayendo...

Tras el estancamiento que presentó en 2010, la deuda de los hogares pasó a presentar un ritmo de avance interanual negativo desde principios de 2011, como resultado del descenso de la destinada tanto a la compra de inmuebles como a la financiación para consumo y otros fines. En marzo de 2012, la tasa de disminución alcanzaba el 2% en el primer caso y el 5,3% en el segundo.

La contracción de la deuda permitió que se siguiera avanzando lentamente en el proceso de desapalancamiento de las familias, aunque los pasivos se mantienen en valores elevados [123% de la renta bruta disponible (RBD) (véase gráfico 6.5)]. Esta evolución contribuyó a que disminuyese ligeramente la carga financiera soportada por estos agentes,

pero la amortización de las deudas sigue absorbiendo el grueso del ahorro bruto, de tal manera que la capacidad de ahorro una vez descontada esta partida se sitúa en niveles muy reducidos (apenas un 1 % de la RBD) e inferiores a los de 2010. Otro factor que también debilitó la posición financiera de los hogares fue el descenso de su riqueza neta, como resultado del retroceso del valor tanto de su cartera de activos financieros como, sobre todo, del componente inmobiliario, en línea con la disminución del precio de la vivienda, que cayó un 6,8 % en 2011. Esta trayectoria se habría prolongado en la parte transcurrida de 2012, al acentuarse el ritmo de caída interanual del valor de los inmuebles (el 7,2 % en el primer trimestre), que acumula una pérdida del 21,5 % (26,7 % en términos reales) desde comienzos de 2008.

... y aumentó el porcentaje de hogares sometidos a mayor presión financiera

A pesar del descenso en el endeudamiento agregado de las familias, el deterioro del mercado laboral y el retroceso de su riqueza neta han contribuido a que aumente el porcentaje de hogares sometido a un elevado grado de presión financiera, como refleja el incremento registrado en la ratio de dudosos del sector. Así, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda se situó en el 2,8 % a finales de 2011, mientras que en los de consumo y otros fines alcanzó el 6,9 % (0,37 y 0,24 pp, respectivamente, por encima de los niveles de 2010).

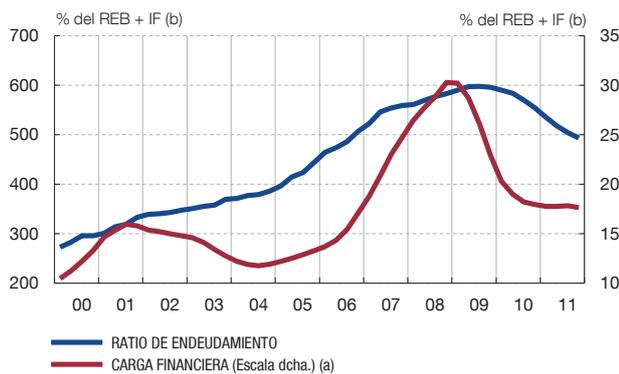
5.2 LAS SOCIEDADES

Se contrajo la deuda de las sociedades, de forma generalizada por ramas de actividad, y volvieron a presentar una capacidad de financiación positiva

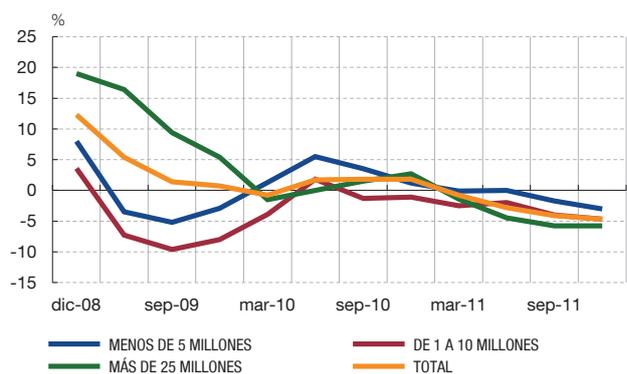
La deuda de las sociedades también pasó a presentar un crecimiento interanual negativo desde mayo de 2011, situándose la tasa de contracción en el 1,7 % en marzo de 2012. Este retroceso resultó del menor avance de todos los instrumentos, y en especial del crédito bancario concedido por entidades residentes, cuya caída interanual en esa misma fecha era del 4,8 % (3,8 pp más que al cierre de 2010). Los préstamos de no residentes y, sobre todo, la financiación mediante valores de renta fija, modalidades utilizadas por las empresas de mayor dimensión, han seguido mostrando un mayor dinamismo, con tasas de expansión positivas (3,6 % y 13 % interanual, respectivamente), algo superiores a las de finales de 2010. Por ramas de actividad, la reducción del crédito bancario pasó a ser generalizada, si bien los descensos siguen siendo especialmente pronunciados en la construcción (15,8 %) y menos acentuados en los servicios distintos a los inmobiliarios (2,4 %). Por otra parte, la información disponible apunta a que las reducciones habrían sido más acusadas para las compañías de mayor dimensión que para las pymes en las actividades no vinculadas al mercado de la vivienda (para estas últimas, en cambio, se observa lo contrario), contrastando, de este modo, con lo observado en los primeros años de la crisis (véase gráfico 6.6). En este sentido, la última encuesta sobre acceso a financiación de las pymes elaborada por el BCE refleja una cierta convergencia en la evolución de los criterios de oferta aplicados a estas empresas y a las grandes, que, no obstante, registraron un cierto endurecimiento adicional a lo largo de 2011. En este sentido, el ICO siguió facilitando el acceso a la financiación de las pymes durante la crisis, contribuyendo a corregir, de este modo, algunas de las ineficiencias derivadas de la existencia de fallos de mercado, que se intensifican en períodos como el actual, de importantes tensiones financieras. En cualquier caso, esta institución pública no puede suplir el papel realizado por el sistema financiero.

Según las cuentas financieras, las empresas presentaron, por segundo año consecutivo, una capacidad de financiación positiva (del 1,1 % del PIB), aunque algo inferior a la de 2010 (1,3 %), en un contexto de débil crecimiento de la formación bruta de capital fijo. En cambio, la brecha de financiación de las sociedades no financieras, indicador que incorpora además la inversión en el exterior de carácter permanente, aumentó 2,7 pp durante este período, en línea con la importante caída de la inversión en renta variable de las compañías residentes en el resto del mundo, y pasó a ser positiva, por un importe equivalente al 0,6 % del PIB.

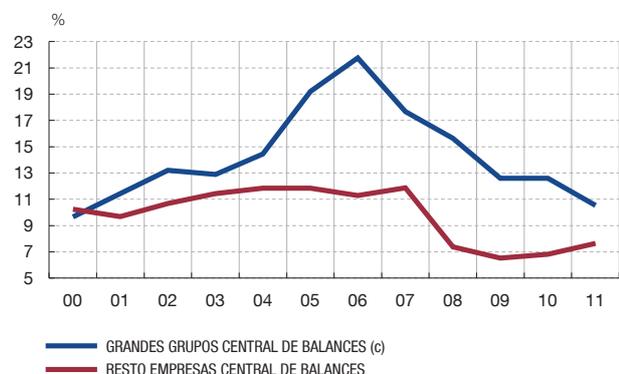
RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



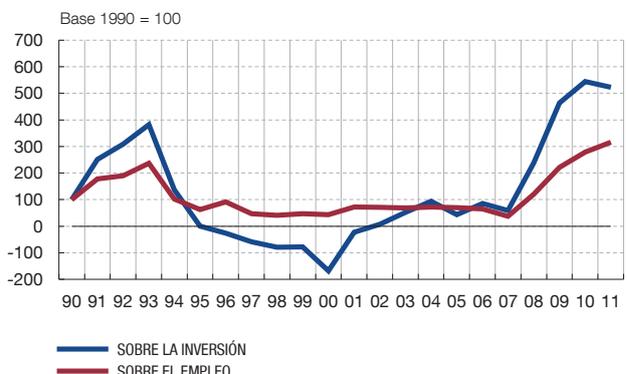
TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CRÉDITO CONCEDIDO POR ENTIDADES RESIDENTES SEGÚN EL SALDO VIVO DE LA DEUDA (c)



RON/RECURSOS PROPIOS



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (d)



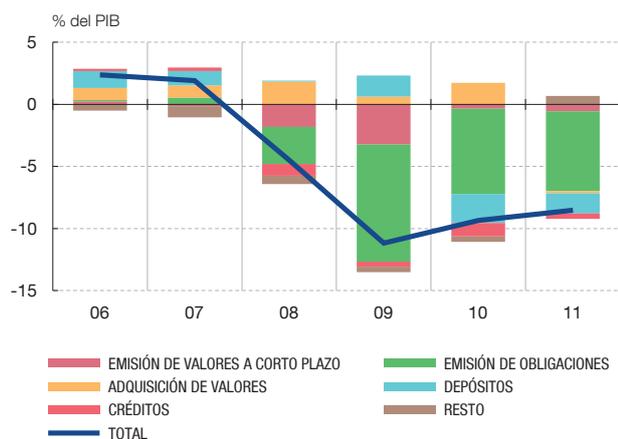
FUENTE: Banco de España.

- a Estimación de pagos por intereses.
- b Excedente bruto de explotación más ingresos financieros.
- c Excluidas construcción y actividades inmobiliarias.
- 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.

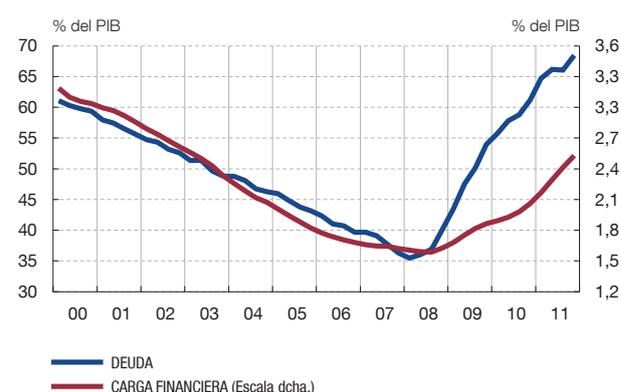
Prosigue el desapalancamiento del sector, pero los indicadores de presión financiera se mantienen en niveles elevados...

La contracción de la deuda de las sociedades, unida al avance de sus rentas que recoge la Contabilidad Nacional, permitió proseguir el proceso de corrección del endeudamiento empresarial, de forma que estos pasivos pasaron de representar alrededor de un 550 % de sus ingresos en 2010 a algo menos del 500 % en 2011. Este nivel sigue, no obstante, siendo elevado, lo que incrementa la sensibilidad del sector ante variaciones en el tipo de interés. Así, el ligero aumento de los costes medios de financiación en 2011 impidió que el retroceso del endeudamiento se tradujese en una evolución paralela de la carga financiera asociada, que apenas varió. Es de esperar, no obstante, que este factor vuelva a ejercer un efecto amortiguador en los próximos meses, a medida que el coste medio de los recursos ajenos incorpore los descensos registrados en las referencias interbancarias desde mediados de 2011. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa, de forma generalizada en todos los sectores, una caída de la actividad y de las rentas empresariales. Como resultado, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios cayó más de 1 pp, hasta el 7,4 %, evolución que refleja el retroceso en los grandes grupos empresariales (para el resto, en cambio, aumentó).

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.

Como resultado de la evolución conjunta del endeudamiento, la carga financiera y la rentabilidad aumentó el indicador sintético de presión financiera sobre el empleo y se redujo marginalmente el de la inversión, construidos ambos a partir de la CBT. En los dos casos alcanzan niveles superiores a los de la crisis de principios de los noventa, lo que indica unas condiciones financieras poco propicias para la contratación de personal y para la inversión.

... y la morosidad ha seguido creciendo, especialmente entre las empresas ligadas a la construcción y al sector inmobiliario

En línea con el ascenso que recoge el indicador de presión financiera sobre el empleo, las ratios de morosidad del sector han aumentado, siendo especialmente acusado el deterioro registrado en las ramas de la construcción y los servicios inmobiliarios, en las que pasó del 13,5 % en 2010 al 20,1 % en 2011. En el resto de sectores dicha ratio presenta valores mucho más moderados, por debajo del 5 %, aunque algo superiores (1 pp) a los de 2010.

5.3 LAS AAPP

Las necesidades de financiación de las AAPP siguieron siendo elevadas y el notable avance de los pasivos volvió a traducirse en un ascenso de las ratios de endeudamiento y carga financiera del sector

Las necesidades de financiación de las AAPP continuaron siendo elevadas (un 8,5 % del PIB, de acuerdo con la última información de las cuentas financieras), con una reducción de apenas un 0,8 pp con respecto al cierre de 2010. La principal fuente de financiación del sector continuó siendo la emisión de títulos de renta fija de largo plazo. Los recursos captados por esta vía ascendieron al 6,4 % del PIB (véase gráfico 6.7). Otras fuentes —como los títulos de corto plazo o los créditos— tuvieron un peso menor que en años anteriores, alcanzando los fondos obtenidos a través de estos instrumentos el 0,5 % y el 0,4 % del PIB, respectivamente. Por su parte, las adquisiciones de valores, que en 2010 habían sido elevadas como reflejo de las inversiones ligadas a las medidas de apoyo al sistema financiero, descendieron en 2011 hasta hacerse ligeramente negativas (-0,2 % del PIB). Esta evolución fue resultado en gran medida de la progresiva amortización de los activos financieros de la cartera FAAF, cuya liquidación fue aprobada en marzo de 2012.

El notable avance que, a pesar de su desaceleración, siguen presentando los pasivos de las AAPP (su tasa de crecimiento se situaba en diciembre en el 14,3 % interanual), muy superior a la del PIB nominal, resultó en un nuevo incremento de las ratios de endeudamiento y de carga financiera del sector, que alcanzaron el 68,5 % y el 2,5 % del PIB a finales de 2011.

1 Introducción

Este capítulo del *Informe Anual*, dedicado a la gestión del Banco de España, sintetiza los aspectos más destacados de la actividad de la institución durante 2011, algunos de los cuales serán abordados con mucho más detalle en las memorias monográficas que los distintos departamentos publican anualmente (Supervisión Bancaria, Balanza de Pagos, Servicio de Reclamaciones, Central de Balances, Central de Información de Riesgos, Actividades de Investigación, Vigilancia de los Sistemas de Pago y Mercado de Deuda Pública).

2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema

Como en años anteriores, durante 2011 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 las decisiones de política monetaria y relativas al funcionamiento del Eurosistema.

El Banco de España ha tenido una intensa actividad en comités y grupos de trabajo

En lo que respecta a las actividades relacionadas con el Comité de Política Monetaria (MPC, por sus siglas en inglés), el Banco ha participado activamente en los ejercicios de previsión que realizan periódicamente el Eurosistema y el BCE, así como en la redacción de los informes sobre finanzas públicas y sobre cuestiones estructurales que el Comité elabora anualmente.

El Banco de España contribuyó a los ajustes del marco operativo para afrontar la crisis de la deuda soberana

Asimismo, el Banco de España contribuyó, como miembro del MPC y del Comité de Operaciones de Mercado (MOC, por sus siglas en inglés), a los ajustes en el marco operativo necesarios para afrontar la inestabilidad en los mercados de deuda soberana. También participó en el Comité de Gestión de Riesgos (RMC, según sus siglas en inglés), que tiene encomendada la función de vigilancia, medición y gestión del riesgo financiero generado por las operaciones del Eurosistema.

En el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (PSSC, por sus siglas en inglés), el Banco contribuyó a 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. Igualmente, junto con los bancos centrales de Alemania, Francia e Italia, es responsable del desarrollo y mantenimiento de T2S, la futura plataforma centralizada para la liquidación de operaciones de valores en euros y otras monedas. También participa con un miembro en el Consejo del Programa T2S.

Por lo que respecta a la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA), el Banco de España ha continuado con su papel de impulsor de la iniciativa, coordinando los trabajos para la adecuada transición en España, presidiendo los foros existentes sobre esta materia y alentando y facilitando la migración de las Administraciones Públicas. El Banco, como miembro del Eurosistema, también participa en el European Forum on the Security of Retail Payments (Secure Pay), grupo creado en 2011 para mejorar y homogeneizar la seguridad de los instrumentos de pago mediante la publicación de recomendaciones sobre los requisitos de seguridad aplicables.

Como miembro del Eurosistema, el Banco es responsable de la fabricación, custodia y distribución de los billetes en euros (en 2011 asumió la producción de billetes de 50 y de 5 euros).

Asimismo, el Banco ha participado en el grupo de expertos integrado por representantes de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, según sus siglas en inglés), del Comité de Estabilidad Bancaria (FSC, en inglés) y del STC, que está tratando de armonizar, hasta donde

sea posible, las clasificaciones de conceptos estadísticos y de supervisión con el fin de homogeneizar y minimizar las exigencias de información a las entidades de crédito.

El Banco de España participa en el nuevo Comité de Estabilidad Financiera, tras la desaparición del Comité de Supervisión Bancaria

A principios de 2011, el Banco de España se integró en el Comité de Estabilidad Financiera, surgido al desaparecer el Comité de Supervisión Bancaria, con la función de apoyar al Consejo de Gobierno en sus tareas de estabilidad financiera.

El Banco participa también en el Comité de Relaciones Internacionales del BCE. Durante 2011, los trabajos del comité se han centrado en la arquitectura financiera y sistema monetario internacionales, los flujos de capitales, los canales de transmisión de la crisis soberana a las economías emergentes y los mercados de materias primas. El Banco preside el grupo de trabajo del Comité dedicado a las políticas del Fondo Monetario Internacional (FMI), que en 2011 ha elaborado un informe sobre la coordinación del Fondo con los acuerdos regionales de financiación.

3 Actividades internacionales

Con el fin de consolidar su proyección internacional, el Banco de España ha reforzado su relación con bancos centrales, supervisores y organismos multilaterales.

3.1 RELACIONES INTERNACIONALES

En el contexto de la UE, el Banco de España ha participado en diversos grupos de trabajo y comités. Como en años anteriores, el gobernador participó en las reuniones informales del ECOFIN y el Banco de España ha colaborado en los trabajos del Comité Económico y Financiero (CEF) y del Comité de Política Económica (CPE).

3.1.1 Europa

En el ámbito supervisor, 2011 ha sido el primer año de funcionamiento de la EBA, que asumió todas las competencias y tareas del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS, en inglés).

La práctica totalidad de las entidades de crédito fueron sometidas a las pruebas de resistencia de la EBA

En el campo de los trabajos relacionados con la transparencia y la restauración de la confianza del mercado, la EBA repitió en el año 2011 las pruebas de resistencia realizadas por el CEBS en 2010. El Banco de España volvió a participar en estas pruebas, que aplicó a la práctica totalidad de las entidades de crédito españolas. En octubre de 2011, se anunció un ejercicio de recapitalización para tratar de restaurar la confianza en el sistema bancario europeo, afectado por la crisis de deuda soberana (véase epígrafe 5.1).

La Junta Europea de Riesgo Sistémico inició sus actividades en 2011

En 2011, también inició su actividad la Junta Europea de Riesgo Sistémico (conocida por sus siglas inglesas, ESRB). Se trata de la nueva institución responsable de la supervisión macroprudencial en la UE y su principal objetivo es prevenir y mitigar el riesgo sistémico que pueda afectar al sistema financiero. Forman parte de la misma los bancos centrales y las autoridades supervisoras, tanto a nivel nacional como europeo, así como la Comisión Europea y el CEF. El Banco de España, en su doble faceta de banco central nacional y supervisor del sistema bancario, es miembro con derecho a voto del Consejo General del ESRB.

Hasta el momento, el ESRB ha aprobado tres recomendaciones públicas: una sobre los posibles riesgos asociados a los préstamos en moneda extranjera, otra sobre los riesgos que la banca podría asumir con su dependencia de la financiación en dólares estadounidenses y, finalmente, una tercera referida a los mandatos macroprudenciales.

3.1.2 Sistema financiero internacional

El Banco de España ha tenido un papel activo en el FSB, que se encarga de coordinar la respuesta supervisora a la crisis. Destacan los esfuerzos llevados a cabo para la reducción

del llamado «riesgo moral de las entidades sistémicas» (SIFIs, en inglés), y en concreto de las denominadas «entidades sistémicas globales» (G-SIFIs).

El Banco de España contribuyó, junto con el resto de supervisores bancarios del G 20, a la mejora de la normativa prudencial internacional para tener en cuenta las lecciones aprendidas durante la crisis en el ámbito del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés).

En 2011, han continuado los trabajos para el análisis de los efectos cuantitativos de las propuestas, conocidas como Basilea III, en particular de las dos medidas (liquidez y ratio de apalancamiento) que, por su novedad, están sujetas a un período de observación.

El Banco, como miembro del FMI, ha colaborado estrechamente con dicho organismo, dando apoyo a los representantes españoles en el mismo. Asimismo, ha participado regularmente en las actividades organizadas por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI).

En el marco intersectorial, el Banco ha seguido implicado en los trabajos del Foro Conjunto (Joint Forum), grupo internacional que agrupa a supervisores de banca, valores y seguros, que en el año 2011 ha publicado la actualización de los principios de «conglomerados» de 1999, así como un informe sobre los mercados de titulaciones.

El Banco de España continúa presidiendo, junto a la Reserva Federal de Filadelfia, el Grupo de Trabajo Internacional sobre Riesgo Operacional (IORWG, por sus siglas en inglés), cuyo principal objetivo es actuar como centro de conocimiento y experiencia para una gestión avanzada del riesgo operacional en la banca central.

El G 20 ha seguido buscando una salida estable a la crisis y mecanismos preventivos para el futuro

El G 20 constituye el foro por excelencia para la discusión y coordinación de políticas que, durante 2011, han estado presididas por la crisis. En particular, su trabajo se ha orientado hacia la búsqueda de una salida estable y generalizada de la crisis y el establecimiento de mecanismos preventivos.

En 2011, el Banco continuó su estrecha colaboración con los bancos de desarrollo —Banco Mundial, Banco Asiático de Desarrollo y Banco Interamericano de Desarrollo— y, a nivel bilateral, con otros bancos centrales y supervisores bancarios, a través de reuniones tanto de alto nivel como de ámbito técnico. 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 relación 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 y del Comité de Auditoría.

Se han intensificado los lazos con la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA). El Banco de España participa en diversos proyectos orientados a apoyar la implantación de los acuerdos de Basilea II y III, la supervisión macroprudencial, el gobierno corporativo y las microfinanzas.

3.1.3 Cooperación técnica

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 significativo a lo largo de los últimos años. 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 atención continua de consultas.

Se ha aumentado la oferta de cursos de cooperación técnica

La oferta del Banco se materializa en acciones formativas propias y en actividades organizadas con otras entidades, tanto bajo modalidad presencial como a distancia, a través de Internet. En total, en 2011 se programaron y se llevaron a cabo 18 cursos, cuatro de ellos de nueva creación.

El Banco también colabora en las actividades formativas organizadas por otras instituciones como el CEMLA y la ASBA, el Consejo Monetario Centroamericano, el FMI, el Banco Mundial y el Instituto de Estabilidad Financiera.

La cooperación técnica se ha concentrado mayoritariamente en el área latinoamericana por motivos lingüísticos, culturales, financieros y económicos, aunque también se han dedicado esfuerzos a la colaboración con otras áreas. En este sentido, cabe destacar la organización de un seminario internacional en inglés dirigido a bancos centrales de todo el mundo, que contó con la presencia de representantes de Asia, África, Latinoamérica, y Europa Central y del Este.

Dentro del Eurosistema, durante el año 2011 se ha seguido integrando el esfuerzo del Banco de España con el que despliegan sus homólogos del área del euro en la colaboración con bancos centrales y agencias supervisoras de la cuenca mediterránea y de Europa Central y del Este. Así, el Banco ha participado en varios programas coordinados por el BCE y financiados con fondos de la UE.

3.2 CONFERENCIAS, REUNIONES Y SEMINARIOS ORGANIZADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

A lo largo de 2011, el Banco de España ha organizado varias reuniones y encuentros de alto nivel, orientados a compartir conocimientos e intercambiar opiniones y puntos de vista.

En marzo de 2011, se celebraron en Madrid las reuniones del Comité de Alternos y del Comité de Auditoría del CEMLA, con la presencia de representantes de los principales bancos centrales latinoamericanos y de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Entre los eventos organizados durante el año, cabe destacar la conferencia «Sustainable Financial Development. The Road Ahead», durante la cual la Oficina Económica para América Latina y el Caribe del Banco Mundial presentó los resultados de su informe *Financial Development in Latin America and the Caribbean. The Road Ahead* y se analizaron los retos para el sistema financiero en Latinoamérica.

Como en años anteriores, también se presentaron en el Banco de España informes de instituciones internacionales, como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (*Una región-Dos velocidades*), el Banco Mundial (*Informe Anual de Perspectivas Económicas*), el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (*Informe Anual*) o el FMI (*Perspectivas Económicas Mundiales*, WEO en sus siglas en inglés). El Banco de España también acogió la reunión de alto nivel sobre «Lecciones de las crisis iberoamericanas para la actual coyuntura económica», organizada por el BID y la Secretaría General Iberoamericana (SEGIB).

4 Análisis económico e investigación

Durante 2011, distintos departamentos del Banco de España han desarrollado labores de análisis e investigación de la economía española y de su entorno internacional. Como resultado de estas actividades, se han publicado 33 documentos de trabajo, 7 documentos

ocasionales, 33 artículos en revistas académicas y 17 en otras revistas o como capítulos de libros. Además, están en vías de publicación otros 30 artículos en revistas académicas y 9 en otras revistas o como capítulos de libros¹.

Durante 2011, se completó un ejercicio de evaluación externa de las actividades de investigación del Banco de España realizado por Ricardo Caballero (Massachusetts Institute of Technology), Jordi Galí (CREI, Universitat Pompeu Fabra y Barcelona GSE), Lucrezia Reichlin (London Business School) y Luis Servén (World Bank). El informe correspondiente, junto con los términos de la evaluación y unos comentarios al informe del Banco de España, se encuentra disponible en el Portal del Investigador del sitio web del Banco de España.

4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS

La agenda investigadora del Banco de España se articula alrededor de cuatro grandes áreas:

- Modelización y previsión macroeconómica.
- Política monetaria y sus mecanismos de transmisión.
- Estabilidad financiera.
- Economía española.

Por lo que respecta al área de modelización y previsión macroeconómica, los principales resultados se han obtenido en el desarrollo de modelos de equilibrio general en los que pueden evaluarse las consecuencias de medidas alternativas de política fiscal, bien en el contexto de una unión monetaria, bien en el marco de una economía pequeña, abierta al comercio internacional y caracterizada por la existencia de competencia imperfecta en los mercados de bienes y de trabajo. También cabe destacar los desarrollos de modelos de equilibrio general del mercado global de petróleo y del mercado de la vivienda, en el que se analizan las interacciones entre alquileres e hipotecas a tipos de interés fijos y variables.

En cuanto a la investigación sobre política monetaria y sus mecanismos de transmisión, se han obtenido resultados en relación con el análisis de la política monetaria óptima desde una perspectiva atemporal. Por otra parte, se ha analizado el funcionamiento de políticas monetarias basadas en objetivos directos de inflación, en un contexto de volatilidad e intervenciones cambiarias.

La intensificación de la crisis y las distintas medidas adoptadas en el área financiera para reconducirla han marcado la investigación en el área de estabilidad financiera y análisis bancario durante 2011. Se ha analizado el riesgo de contraparte y el tratamiento de la prociclicidad dentro del marco regulatorio y sus efectos sobre las entidades crediticias; se ha abordado la incidencia de operaciones de alta frecuencia en los precios y la volatilidad; se ha profundizado en la metodología de las pruebas de resistencia y los instrumentos para una política macroprudencial, y se ha seguido avanzando en el análisis de las relaciones entre competencia y toma de riesgo.

Se ha intensificado el análisis de las cuestiones fiscales, el mercado de trabajo y la competitividad

En el análisis de la economía española, los esfuerzos han sido especialmente intensos en relación con las cuestiones fiscales, el mercado de trabajo y la competitividad. En primer

¹ Un mayor detalle de estas publicaciones y del resto de las actividades de investigación está disponible en <http://www.bde.es/investigador/home.htm>.

lugar, destaca el análisis de los efectos macroeconómicos de las políticas fiscales, en particular las que inciden sobre la remuneración de asalariados públicos, prestando especial atención al impacto de las consolidaciones fiscales sobre el crecimiento.

En el caso del mercado de trabajo, el estudio de los diferentes cambios institucionales recientes que han afectado a varias de sus características fundamentales, como el sistema de negociación colectiva o los procedimientos de despido, ha sido un área prioritaria de estudio. Asimismo, este análisis se ha complementado con el diagnóstico de la situación del mercado laboral, prestando especial atención a los flujos de trabajadores y la sensibilidad cíclica de los salarios pactados en la negociación colectiva. Finalmente, en el área de la competitividad y la evolución reciente del sector exterior, se han analizado cuestiones como la calidad de las exportaciones españolas, las características de las empresas exportadoras o el papel de la competitividad.

4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA

Los trabajos de análisis y de investigación se han presentado y discutido en seminarios, congresos y conferencias académicas. En segundo lugar, el Banco de España organiza regularmente seminarios en los que participan miembros de la comunidad académica nacional e internacional, entre ellos, un seminario de investigación económica de frecuencia semanal. Por lo que respecta a reuniones científicas, en 2011 el Banco de España ha organizado, en colaboración con el Banco de Canadá, la conferencia internacional *Workshop on Advances in Fixed Income Modeling*.

Además, ha patrocinado la organización de sesiones en congresos académicos, como los de la European Economic Association y LACEA-Asociación Económica de América Latina.

4.3 DIFUSIÓN Y COMUNICACIÓN

Las tres vías primarias para la difusión y comunicación de los resultados de la investigación en el Banco de España son las series de Documentos de Trabajo y de Documentos Ocasionales, el *Boletín Económico* mensual, donde se difunden, además de artículos regulares de coyuntura económica, resúmenes de trabajos realizados o avances de investigaciones en curso, y la *Revista de Estabilidad Financiera*. Todas estas publicaciones se recogen en la sección de Publicaciones del sitio web del Banco de España.

Por otra parte, con la presentación en junio del libro *Un siglo de historia del sistema financiero español*, editado en colaboración con Alianza Editorial, se dio fin a un proyecto iniciado dos años antes con el objetivo de reflexionar sobre las transformaciones experimentadas por el sistema financiero español en los últimos cien años. En el mes de diciembre se publicó su versión inglesa, que, con el título *The Spanish Financial System. Growth and Development since 1900*, ha sido editada y distribuida en colaboración con Palgrave Macmillan.

5 Supervisión y regulación bancaria

Al cierre del año 2011, las entidades sujetas a supervisión prudencial por parte del Banco de España ascendían a 477, de las cuales 336 eran entidades de crédito (véase cuadro 7.1).

5.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

El Banco de España supervisa 336 entidades de crédito, 29 de ellas cajas con ejercicio indirecto de la actividad financiera

El número de actuaciones supervisoras realizadas en 2011 se ha elevado a 209, de las cuales 71 se encontraban en curso o pendientes de cierre a 31 de diciembre. Estas actuaciones se distribuyen entre visitas tradicionales de inspección *in situ* y otras enmarcadas en el régimen de seguimiento continuado, que, en muchos casos, implica presencia *in situ* en la entidad.

	31.12.2011
ENTIDADES DE CRÉDITO	336
Bancos	80
Cajas de ahorros	35
Cooperativas de crédito	76
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	86
Establecimientos financieros de crédito	59
OTRAS ENTIDADES	141
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	25
Establecimientos de cambio y gestión de transferencias	14
Sociedades de tasación	58
Entidades de pago	43
Entidades de dinero electrónico	1

En total, 16 grupos de entidades están sometidos a seguimiento continuado con presencia permanente en la entidad

Actualmente son 16 los grupos de entidades de crédito en los que se desarrollan estas actuaciones de seguimiento continuado permanente, lo que supone la práctica totalidad de los bancos grandes y medianos y las cajas de ahorros.

Los requerimientos formulados a entidades tras actuaciones supervisoras fueron 66, abarcando distintos tipos de medidas. Los requerimientos más frecuentes se refieren a riesgo de crédito y a políticas de gestión y control interno (79 % del total de requerimientos).

Con respecto a medidas prudenciales de carácter extraordinario, en julio de 2011 se produjo la sustitución de los administradores de la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), y el FROB (Fondo para la Reestructuración Ordenada Bancaria) pasó a ser el administrador de la entidad. El Banco Sabadell se adjudicó la entidad en subasta competitiva a principios del mes de diciembre, en un proceso que contó con ayudas en forma de capital y un esquema de protección de activos. Las pérdidas en este proceso fueron asumidas finalmente por el Fondo de Garantía de Depósitos. En noviembre, el Banco de España acordó la sustitución de los administradores del Banco de Valencia y el FROB aportó ayudas en forma de capital y financiación.

También es necesario mencionar la situación de Unnim. Esta caja de ahorros, nacida de un proceso de integración en 2010, no logró alcanzar el nivel de capital principal requerido en el Real Decreto Ley 2/2011 y tuvo que acudir al FROB como mecanismo de recapitalización. Como consecuencia de este proceso, el FROB pasó a controlar el 100 % del capital de Unnim, inyectó nuevo capital y decidió acometer un proceso de venta de la entidad, que se ha completado en el primer trimestre de 2012, con su adjudicación a BBVA.

La EBA organizó nuevas pruebas de resistencia para la banca e impuso un ejercicio de recapitalización

A nivel internacional, en 2011, al igual que en el año anterior, la práctica totalidad del sector bancario español participó en las pruebas de resistencia organizadas por la EBA. La estructura de este ejercicio fue similar a la del año 2010, pero con unas hipótesis de escenario adverso más estresadas y con un umbral de aprobación superior. Aun cuando 5 entidades españolas no superaron el umbral mínimo, de acuerdo con la metodología y criterios de la EBA, en general, el resultado del ejercicio ha sido satisfactorio para el conjunto del sector bancario español.

Como característica específica de este nuevo ejercicio, cabe reseñar los nuevos desgloses de información publicados en el marco de los resultados, relativos a exposiciones

sobre deuda soberana de las entidades participantes. A pesar de ser bien recibidos por los inversores, las dudas originadas a lo largo del verano de 2011 en relación con la solvencia del sistema financiero europeo asociadas con el riesgo soberano motivaron que la EBA acometiese un nuevo ejercicio de recapitalización de carácter extraordinario.

En este nuevo ejercicio, se exige, a 30 de junio de 2012, un nivel del 9% de capital *core Tier 1* y un requerimiento adicional de capital por las exposiciones al riesgo soberano. De acuerdo con la metodología aprobada por la EBA, participaron las 5 principales entidades españolas.

Los resultados de este ejercicio han supuesto una exigencia de capital adicional para las entidades españolas participantes de 26.170 millones de euros, principalmente por la elevación del umbral mínimo del capital al 9% (19.610 millones de euros). A este nuevo requisito, las entidades están respondiendo con la implantación de diversas estrategias de recapitalización (emisión de instrumentos computables como *core capital*, venta de activos, canje de preferentes, etc.), con objeto de cumplir en la fecha prevista de 30 de junio de 2012.

Durante el año 2011, se firmaron 4 convenios de cooperación en relación con la supervisión de grupos europeos de entidades de crédito con filiales en España o de grupos bancarios filiales de entidades españolas, de los previstos en el artículo 131 de la Directiva EC/2006/48. Además, a principios del año 2011, se firmó un convenio de cooperación con la autoridad supervisora de Andorra.

5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

En 2011 se abrió un expediente a una entidad y se acordó la ampliación a dos sujetos de un expediente previamente abierto en 2010

Durante el año 2011, el Banco de España acordó la incoación de 2 expedientes sancionadores. Uno de ellos se incoó a una sociedad que ejercía, sin la preceptiva autorización y sin hallarse inscrita en los correspondientes registros, actividades de captación de fondos reembolsables del público. El otro expediente constituye la ampliación a dos sujetos de un expediente previamente abierto (en 2010) por presunto incumplimiento del régimen de participaciones significativas. Asimismo, se han resuelto un total de 6 expedientes sancionadores a distintos tipos de entidades y 52 expedientes a miembros de sus órganos de administración y dirección.

Las entidades que resultaron sancionadas en 2011 fueron una caja de ahorros, un establecimiento financiero de crédito, un establecimiento de cambio de moneda extranjera y gestión de transferencias con el exterior, una entidad que realizaba actividades de captación de fondos reembolsables del público sin la preceptiva autorización y dos entidades que, también sin la preceptiva autorización, efectuaban con el público, y con carácter profesional, la actividad de compraventa de billetes extranjeros y de gestión de transferencias con el exterior.

En estos expedientes se impusieron las siguientes sanciones:

- Por la comisión de infracciones muy graves: 4 sanciones a entidades y 66 sanciones a sus cargos de administración o dirección.
- Por la comisión de infracciones graves: 3 sanciones a entidades y 28 sanciones a cargos de administración o dirección.
- Por la comisión de infracciones leves: 4 sanciones a entidades (no es jurídicamente posible sancionar por estas infracciones a cargos de administración o dirección).

Asimismo, resultaron sancionadas tres personas jurídicas que realizaban, sin la preceptiva autorización, actividades de gestión de transferencias con el exterior, en unos casos, y, en otros, actividades reservadas legalmente a las entidades de crédito.

5.3 CAMBIOS NORMATIVOS

Las iniciativas normativas emprendidas durante 2011 han tenido dos objetivos principales. Por un lado, se ha profundizado en los cambios del marco jurídico de las entidades de crédito con el objetivo de reforzar su solvencia, mejorar su gobierno corporativo y reajustar su capacidad y tamaño al actual entorno económico. Por otro, ha continuado la reforma del marco operativo en el que desarrollan su actividad.

Se ha profundizado en la reforma del marco jurídico de las entidades de crédito para reforzar su solvencia y mejorar su gobierno corporativo

Entre los cambios normativos emprendidos por el Banco, cabe destacar:

- *Circular 4/2011 del Banco de España, de 30 de noviembre, a entidades de crédito, sobre modificación de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.* Esta Circular concretó los aspectos más técnicos de la reforma de la solvencia de las entidades de crédito, incluidos algunos de los contemplados en la Directiva 2010/76/UE. Adicionalmente, y con el fin de asegurar la computabilidad futura de los instrumentos de capital emitidos a partir de 2012, inició, en la medida de lo posible, la adaptación de la regulación al nuevo marco prudencial sobre solvencia y liquidez aprobado a finales de 2009 por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Basilea III).
- *Circular 5/2011 del Banco de España, de 30 de noviembre, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.* Continuando con la política de máxima transparencia iniciada por el Banco de España en 2010, esta Circular regula de manera extensa la información que deben publicar las entidades de crédito en relación con su exposición al sector de la construcción, la promoción inmobiliaria, la financiación para la adquisición de vivienda y el volumen de los activos adquiridos en pago de deudas.

5.4 INFORMACIÓN FINANCIERA Y PRUDENCIAL

Durante 2011, se introdujeron o modificaron varios estados financieros y prudenciales como consecuencia de la numerosa regulación publicada en el ejercicio.

5.4.1 Requerimientos de información prudencial

La *Circular del Banco de España 2/2011, de 4 de marzo, sobre coeficiente de financiación mayorista* incorporó el estado «FM. Coeficiente de financiación mayorista» que deben enviar al Banco de España los grupos consolidables de entidades de crédito, así como las entidades de crédito no integradas en alguno de dichos grupos, que pueden captar fondos reembolsables del público, para poder controlar el cumplimiento de dicho coeficiente establecido por el *Real Decreto Ley 2/2011*.

Por su parte, la *Circular del Banco de España 3/2011, de 30 de junio, sobre aportaciones adicionales a los fondos de garantía de depósitos* incorporó el estado «Base para el cálculo de las aportaciones trimestrales adicionales al fondo de garantía de depósitos». En este estado, las entidades deben declarar trimestralmente el importe total de los depósitos a plazo o cuentas a la vista cuya remuneración supere los tipos de interés que publique el Banco de España en el *Boletín Oficial del Estado*, conforme a lo dispuesto en la disposición final primera del *Real Decreto 771/2011*.

Adicionalmente, la *Circular 4/2011, de 30 de noviembre, por la que se modifica la Circular 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos,*

incorporó los estados mensuales LQ, con información sobre liquidez, y los estados RM, con información sobre remuneraciones, de periodicidad anual. También modificó los estados RP, con información periódica sobre recursos propios computables y requerimientos de recursos propios, para adaptarlos a los cambios introducidos en su cálculo por la Circular.

Por último, la *Circular 5/2011, de 30 de noviembre, por la que se modifica la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros*, incorporó los estados S.6, con información sobre el mercado hipotecario, S.7 y C.17, con información sobre financiaciones a la construcción, promoción inmobiliaria y adquisición de viviendas (negocios en España), y S.8 y C.18, con información sobre activos recibidos en pago de deudas (negocios en España), que las entidades deben hacer pública y remitir al Banco de España semestralmente. Asimismo, modificó el estado reservado S.3, con información sobre la actividad hipotecaria.

5.4.2 Estados prudenciales europeos, XBRL y modelo de datos

El Banco de España ha continuado participando en el diseño de los nuevos estados que la EBA está elaborando para que las entidades de crédito, desde principios de 2013, reporten a sus autoridades supervisoras la información financiera (estados FINREP) y prudencial (estados COREP) con unos formatos y soluciones informáticas uniformes a nivel europeo. En este contexto, el Banco de España está aportando, además, su experiencia en el desarrollo del modelo de datos necesario para confeccionar dichos estados y en la elaboración de taxonomías XBRL multidimensionales.

El modelo de datos que está desarrollando la EBA parte del utilizado por el Banco de España para el diseño de los estados reservados relativos a los requerimientos estadísticos de la Unión Económica y Monetaria, que las entidades españolas están utilizando satisfactoriamente desde mediados de 2010.

5.5 CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

El Banco de España gestiona la Central de Información de Riesgos (CIR), que contiene información individualizada de los riesgos de crédito que mantienen las entidades declarantes (fundamentalmente las entidades de crédito) con su clientela.

El número de riesgos declarados a la CIR descendió un 4,3%

Durante 2011, ha descendido el número de riesgos declarados a la CIR, que han pasado de 32 millones de euros a finales de 2010 a 30,6 millones a finales de 2011 (un descenso del 4,3%), aunque se ha mantenido prácticamente el importe acumulado de estos (ha pasado de 3,8 billones de euros en diciembre de 2010 a 3,7 billones en diciembre de 2011). Por lo que respecta al número de titulares distintos declarados en la CIR, ha vuelto a disminuir, pasando de los 17,1 millones de finales de 2010 a los 16,7 millones de finales de 2011 (un descenso del 2,3%).

En su función de facilitar informes a las entidades declarantes, la CIR remitió en 2011 un total de 280,9 millones de informes automáticos, frente a los 290,3 millones del año anterior, lo que supone el tercer descenso anual consecutivo, en este caso del 3,2%. También han disminuido por tercer año consecutivo las peticiones de informes para nuevas operaciones, pasando de 4,6 millones en 2010 a 3,7 millones en 2011 (un 19,50% menos), lo que continúa reflejando la menor actividad de concesión de crédito en el sistema.

Las peticiones de informes de riesgos a la CIR por los titulares vía Internet representan el 45,8% del total

Por otra parte, las peticiones de informes realizadas por los titulares de riesgos pasaron de 117.154 en 2010 a 130.107 (un aumento del 11%). El crecimiento ha sido especialmente significativo por la facilidad ofrecida por la CIR desde abril de 2010 para obtener los informes vía Internet, mediante la utilización de la firma digital (la emitida por la FNMT para personas físicas y jurídicas y el DNI electrónico). Esta vía informática ha sido empleada de

forma intensiva, pues durante 2011 se solicitaron 59.590 informes por este procedimiento (un 45,8 % del total).

El número de reclamaciones realizadas por los titulares a la CIR, en ejercicio del derecho de rectificación, ascendió a 754 en 2011, frente a las 568 formuladas en 2010 (un 32,75 % más). Desde el 1 de diciembre de 2010, también es posible presentar las reclamaciones telemáticamente.

A lo largo de 2011 se ha iniciado el estudio de la reforma de la CIR, que contempla una profunda revisión y ampliación de la información que han de remitir las entidades declarantes.

6 Funciones operativas

6.1 LA POLÍTICA MONETARIA Y LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

El Eurosistema mantuvo el programa de adquisición de valores y reinició la compra de bonos garantizados

En un entorno de gran inestabilidad en los mercados de deuda soberana, el Eurosistema mantuvo vivo en 2011 el programa de adquisición de valores (Securities Markets Programme) iniciado en mayo de 2010, y puso en marcha, en noviembre de 2011, un segundo programa de compras de bonos garantizados (Second Covered Bond Purchase Programme). Las tenencias del Eurosistema ligadas al programa de adquisición de valores crecieron en 2011 en 138 mm de euros, hasta situarse, al concluir el año, en 212 mm; por su parte, las tenencias relativas al segundo programa de bonos garantizados se situaron en ese mismo momento en 3 mm. De estas carteras, el Banco de España gestionaba 24,4 mm y 0,3 mm, respectivamente. Finalmente, aunque el primer programa de bonos garantizados concluyó el 1 de julio de 2010, el Eurosistema mantiene carteras derivadas de aquellas adquisiciones por importe de 59 mm, de los que 6,3 mm son gestionados por el Banco de España.

En términos medios, las necesidades de liquidez en el conjunto del área del euro disminuyeron un 16%, mientras que este descenso, en el caso de España, fue mucho más acusado, pues se superó ligeramente el 67%. Este movimiento tan significativo viene explicado por las caídas en los depósitos del sector público, en los billetes puestos en circulación y, en menor medida, en las reservas mantenidas por las entidades de crédito. Estas siguieron apelando a la financiación del Eurosistema por encima de sus necesidades de liquidez, si bien en menor medida que en el año 2010. Concretamente, en valores medios del año, las entidades españolas obtuvieron financiación neta por un total de 64,3 mm de euros, lo que representa una caída de aproximadamente un tercio respecto a 2010. En conjunto, gracias a la significativa reducción de las necesidades de liquidez, las entidades de crédito españolas pudieron reducir su financiación neta en el Eurosistema, a pesar de que los envíos de fondos mediante TARGET pasaron de 60,5 mm de euros en 2010 a 71,6 mm en 2011.

En promedio de 2011, la financiación bruta obtenida por las entidades españolas en las operaciones de inyección de liquidez del Eurosistema representó un 13,8% del total, cifra que supone un ligero descenso desde el 15% registrado en 2010. No obstante, este porcentaje de participación tuvo un perfil creciente a lo largo de 2011 y concluyó el año en el 18,6%.

Adicionalmente a las carteras del Eurosistema mencionadas anteriormente, el Banco de España gestionó una cartera de bonos de renta fija en euros cuyo saldo medio alcanzó en 2011 un importe de 77 mm de euros. Las tenencias de activos en moneda extranjera se situaron en media en 11 mm de euros. En total, a 31 de diciembre de 2011, los activos en euros, divisas y oro alcanzaban los 108 mm de euros.

Por otro lado, a lo largo del año 2011, 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 se situó en 6,9 mm de dólares estadounidenses.

6.2 LA GESTIÓN Y VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO

El sistema español de grandes pagos, TARGET2-Banco de España (componente español de TARGET2), ha alcanzado una disponibilidad del 99,89 %. A lo largo del año, el sistema ha procesado más de 7,5 millones de operaciones, lo que supone un ligero ascenso (0,7 %) respecto al año 2010, en línea con lo observado para TARGET2 en su conjunto. En términos de importes, se han liquidado operaciones por más de 94 billones de euros, lo que representa un incremento del 7 % con respecto a las cifras registradas el año anterior.

En lo relativo a pagos al por menor, el Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), gestionado por Iberpay, ha procesado más de 1.617 millones de operaciones, por un importe total de 1,6 billones de euros. En términos de número de operaciones, esa cifra supone un crecimiento anual del 1,8 %, ligeramente inferior a las registradas los dos años anteriores. En cuanto a importes procesados, se aprecia un descenso interanual del 2,6 %, que, si bien no llega a la cifra observada en 2009, sí es superior al experimentado el año anterior.

Se mantuvo el crecimiento de las transferencias SEPA

Por lo que se refiere a la migración del sistema español de pagos minoristas a la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA), se mantiene la senda de crecimiento constante del número de transferencias procesadas conforme a los estándares paneuropeos. El porcentaje de migración en España, que continúa siendo muy superior a la media observada para el conjunto de Europa, alcanzó un máximo del 35 % en junio de 2011. A ello ha contribuido significativamente la paulatina incorporación a los estándares SEPA de nuevos emisores de transferencias, en particular de la Administración Pública.

Este buen comportamiento contrasta, sin embargo, con la transición de las domiciliaciones españolas a los adeudos directos SEPA, cuyo uso sigue siendo todavía muy limitado, a pesar de que la práctica totalidad de las entidades españolas está en disposición de ofrecer este nuevo instrumento paneuropeo.

Respecto a la adaptación de las tarjetas bancarias de pago a la SEPA, tras la generalización previa del estándar internacional EMV en cajeros y terminales de punto de venta, en 2011 se ha registrado un importante crecimiento en el número de tarjetas con chip adaptadas a la nueva tecnología (más del 85 % de las tarjetas en circulación). Ello permite que más del 80 % de las operaciones efectuadas en España con tarjeta se realice conforme al estándar EMV.

Durante 2011, el Banco de España ha seguido ejerciendo su labor de vigilancia de los sistemas de pago (TARGET2 y SNCE), con el objetivo de contribuir a su seguridad y funcionamiento eficiente.

6.3 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

En 2011, se asignó al Banco de España la fabricación de un total de 708 millones de billetes de 50 y de 5 euros. Estos billetes han sido producidos por la Real Casa de la Moneda-FNMT bajo la supervisión del Banco. Una parte de esos billetes ha servido para cubrir la demanda nacional y el resto ha sido remitido a otros bancos centrales del Eurosistema no fabricantes de esas denominaciones. El Banco de España también ha recibido billetes de otras denominaciones producidas por otros miembros del Eurosistema.

Se mantuvo la emisión neta negativa de billetes de 5, 10 y 20 euros debido al turismo

En 2011, las entidades de crédito han ingresado en el Banco de España 3.359 millones de billetes en euros, volumen que excede en un 5 % el del ejercicio anterior. Además, el Banco ha atendido la demanda de billetes de las entidades de crédito, que ha ascendido a 3.113 millones de unidades, un 3,5 % por encima de la registrada en 2010. La importancia de España como destino turístico ha dado lugar a la entrada de billetes en euros introducidos

por ciudadanos de otros países europeos, lo que se ha traducido en una cifra de ingresos que supera a las entregas y que, un año más, provoca el descenso de la emisión neta, que es negativa en las denominaciones de 5, 10 y 20 euros. No obstante, la existencia de estos importantes flujos de billetes procedentes de países de la zona del euro hace que el volumen real de billetes en circulación no descienda.

El Banco de España ha colaborado activamente a lo largo del año 2011, junto con el BCE y otros miembros del Eurosistema, en los trabajos de diseño y preparación de la producción de la segunda serie de billetes en euros, que verá la luz próximamente. La nueva serie mantendrá los motivos principales del diseño actual. Está previsto realizar una campaña de comunicación sobre la nueva serie en la segunda mitad del año 2012.

El Banco de España tiene encomendada la tarea de mantener la calidad de los billetes en circulación, que se materializa en la retirada de los billetes falsos y de aquellos que no reúnen las condiciones idóneas para seguir circulando (el volumen procesado en 2011 alcanza los 3.286 millones de billetes).

Es importante mencionar la implementación en nuestro país de la *Decisión del BCE de 16 de septiembre de 2010, sobre la comprobación de la autenticidad y aptitud de los billetes en euros y sobre su recirculación* y el cumplimiento de la norma por parte de los profesionales del efectivo. De esta manera, queda garantizada la autenticidad y buen estado de uso de los billetes expedidos a través de la red de cajeros automáticos y ventanillas bancarias.

El Banco de España, que tiene encomendada por el Tesoro Público la puesta en circulación de moneda, distribuyó a lo largo de 2011 un total de 1.063 millones de monedas, mientras que 254 millones fueron retirados. En consecuencia, la circulación neta de moneda metálica ha crecido en 809 millones de monedas. En este ámbito, el Banco de España ha continuado en 2011 con el desarrollo de normativa que garantice la autenticidad y calidad de las piezas en circulación y con el diseño de un marco que facilite su distribución entre los principales agentes del mercado.

6.4 LAS OPERACIONES DEL FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

El Banco de España ha seguido llevando a cabo la instrumentación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), actuando como su agente y banco depositario. 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 2011, se ha producido el vencimiento de las operaciones de compraventa temporal contratadas como consecuencia de la segunda y tercera subastas 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 Nacional². La Ley de Autonomía establece³ 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

² El Plan Estadístico Nacional se establece cada cuatro años (está en vigor el Plan 2009-2012) mediante un Real Decreto, según lo dispuesto en la Ley 12/1989 de la Función Estadística Pública.

³ Artículo 7.5 f).

cometidos del SEBC. Las principales estadísticas que elabora el Banco 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.

Estas actividades se completan con la activa participación de representantes del Banco de España en los foros estadísticos internacionales (en el ámbito del SEBC, la Comisión Europea a través de Eurostat, el Comité Europeo de Centrales de Balances, el FMI, el BPI, la OCDE, etc.), y con el mantenimiento de bases de datos que posibilitan el estudio de la evolución de las variables recopiladas.

7.1 PRINCIPALES NOVEDADES DURANTE 2011

Durante 2011, 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. Además, se han acometido otros trabajos, de los que se destacan a continuación los más relevantes.

7.1.1 Estadísticas monetarias y financieras

El Banco de España ha participado activamente en el proyecto de creación de una nueva base de datos de carteras de valores negociables (*Securities Holding Statistics Database, SHSDB*), valor a valor, a la que se incorporarán los datos relativos a las carteras de los residentes en España clasificados por sectores institucionales. Se ha participado en el proyecto de modificación de la base de datos del registro de entidades y sus filiales (*Register of Institutions and Affiliated Database, RIAD*), con el fin de incorporar la información sobre grupos financieros. Estos dos proyectos del SEBC continuarán en los años próximos.

Además, durante el año 2011, los trabajos del grupo de reconciliación entre los datos estadísticos y los de supervisión de las entidades de crédito han conducido a la aprobación, en diciembre, de la actualización del manual metodológico que difunde el BCE. Por último se han concluido los trabajos para disponer de información separada de las empresas de seguros y de los fondos de pensiones con carácter trimestral, que se integrará en las estadísticas del área del euro y se incorporará a las *Cuentas Financieras de la Economía Española*.

7.1.2 Estadísticas de Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional

Durante el año 2011, 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 en la preparación de la adaptación de las estadísticas exteriores al sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*. Ambos trabajos culminarán en 2014. Simultáneamente, se sigue trabajando en nuevos procedimientos de obtención de datos y procedimientos de cálculo para determinadas rúbricas de la Balanza de Pagos cuya cobertura no estará garantizada con el nuevo sistema. Asimismo, se ha participado en un ejercicio piloto para ampliar a los *stocks* el procedimiento europeo de intercambio de información sobre datos de inversión directa entre los países europeos, que se inició en 2010, referido al ámbito de las operaciones.

7.1.3 Situación patrimonial y resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances

En el pasado ejercicio, se ha avanzado notablemente en la puesta en producción de la base de datos de grupos consolidados no financieros cotizados, que será el núcleo de la aportación de la Central de Balances a la base de datos europea ERICA (*European Records of IFRS Consolidated Accounts*, del Comité Europeo de Centrales de Balances). Este trabajo se ha complementado con la aprobación, en 2011, del modelo oficial de depósito de cuentas consolidadas en los Registros Mercantiles, en cuyo desarrollo se ha colaborado con el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) y el Ministerio de Justicia.

8 Servicio de Reclamaciones

El Servicio de Reclamaciones ha continuado adaptando sus procedimientos y metodologías de trabajo y su organización con el objetivo de agilizar su funcionamiento y potenciar la eficacia de su actividad. Ello ha quedado reflejado en el número de informes motivados emitidos por el Servicio, a través de los cuales se pone fin al procedimiento de reclamación, que ha aumentado en algo más del 11 % respecto al ejercicio anterior: en 2011 se firmaron 5.375 informes, frente a los 4.865 del ejercicio 2010.

Aumentó un 11 % el número de informes emitidos y bajó un 20 % el de reclamaciones recibidas

Cabe mencionar, igualmente, que ha decrecido el volumen de reclamaciones presentadas ante el Servicio respecto al ejercicio anterior en, aproximadamente, un 20 %, de 14.760 presentadas en 2010 a 11.861 en 2011. Esta circunstancia, junto con la adaptación de procedimientos y metodologías ya citada, ha permitido acortar considerablemente el tiempo que transcurre desde que se presenta una reclamación hasta el momento en que la misma finaliza.

El Servicio ha seguido desarrollando su actividad consultiva, tanto por vía telemática (2.983 consultas) como por vía telefónica (24.747 consultas). El plazo medio en el que se resuelven las primeras es de, aproximadamente, una semana.

En el ámbito internacional, destaca la participación en FINNET, Red Europea de Resolución Extrajudicial de Conflictos Transfronterizos, de la que España es miembro fundador y, desde septiembre de 2011, parte integrante de su Comité de Seguimiento (Steering Committee). El Servicio también participa activamente en las reuniones y actividades promovidas por la International Network of Financial Services Ombudsman Schemes.

Por último, cabe señalar que, mediante la *Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible*, se derogó la normativa reguladora del Servicio de Reclamaciones, dejando, no obstante, en vigor de forma transitoria y hasta que se apruebe el desarrollo de la nueva normativa los artículos reguladores del procedimiento de reclamación.

9 Comunicación externa

La política de comunicación del Banco de España se rige por un doble objetivo: mejorar el conocimiento sobre las funciones y actuaciones de la institución y contribuir a garantizar la confianza de los ciudadanos en el sistema financiero.

9.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

El principal foco informativo en 2011 ha sido el saneamiento del sistema financiero

La crisis financiera internacional y sus efectos en el sistema financiero español han centrado las relaciones del Banco con los medios de comunicación en 2011. Así, la mayor parte de las intervenciones públicas de los directivos del Banco en este período han tratado sobre las medidas adoptadas para reestructurar y sanear el sistema bancario.

Como en el ejercicio anterior, se registró un elevado número de solicitudes de entrevista en 2011, centradas, principalmente, en el saneamiento del sector bancario, aunque también han despertado el interés de los medios diversos aspectos relacionados con el X Aniversario del euro. En conjunto, representantes del Banco han realizado alrededor de una veintena de encuentros con medios de comunicación, la mitad de ellos internacionales.

No obstante, la principal vía de comunicación de los puntos de vista del Banco respecto a la situación económica y el sistema financiero fueron sus publicaciones periódicas —como el *Informe Anual*, el *Boletín Económico* y el *Informe de Estabilidad Financiera*— y las intervenciones públicas de sus directivos. En 2011, como consecuencia del fin del período de sesiones del Parlamento, solo se ha celebrado una de las comparecencias periódicas del gobernador ante el Congreso (en junio, para presentar el *Informe Anual*). Por su parte, el subgobernador, en su calidad de presidente de la Comisión Rectora del FROB, compareció en los meses de febrero y marzo 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 20 foros nacionales e internacionales.

9.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

9.2.1 La información al ciudadano

El sitio web recibió 2,89 millones de visitantes, un 7 % más que el año anterior

El sitio web del Banco de España y sus portales constituyen sus canales más importantes de comunicación con la sociedad por su agilidad, eficiencia y coste.

Las estadísticas de acceso corroboran esta importancia. En el año 2011 hubo un total de 2,89 millones de visitantes, frente a los 2,7 millones del año anterior, lo que supone un aumento del 7 %. En cuanto a las páginas visitadas por los usuarios, estas superaron los 23 millones. El sitio web consta de más de 2.000 páginas y 20.000 ficheros, y en 2011 se han realizado cerca de 200 proyectos de ampliación o mejora de los contenidos y su arquitectura.

Junto con el sitio web, el Banco de España pone a disposición de los usuarios diversos portales que tienen por objeto cubrir las necesidades específicas de información o formación de determinados segmentos. Entre estos, destacan el *Portal del Cliente Bancario*, visitado por cerca de 640.000 usuarios, un 28 % más que en el ejercicio anterior, o los contenidos agrupados en el *Portal Educativo*, creado en el año 2010, que registró más de 71.000 visitantes.

El Banco atendió 43.568 consultas de empresas y ciudadanos

En el año 2011, el Banco de España atendió, desde diversos puntos de información especializada, 43.568 solicitudes de información de empresas y ciudadanos, a través del Servicio de Reclamaciones, el Portal del Cliente Bancario y el Servicio de Información Estadística.

Asimismo, se distribuyeron, el año pasado, 49.000 unidades de material divulgativo del Banco de España y 12.500 ejemplares de productos informativos y educativos del Euro-sistema y de la Comisión Europea. Además, desde el Portal Educativo se han descargado más de 34.000 elementos del diverso material educativo que se ofrecen a través de este canal (folletos, presentaciones y vídeos).

El Banco de España sigue una política de multilingüismo en determinados 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 Euro-sistema para el público general.

9.2.2 Iniciativas educativas

El *Plan de Educación Financiera* desarrolló un programa piloto en 3.º de ESO

El *Plan de Educación Financiera* (PEF), patrocinado por el Banco de España y la CNMV, desarrolló, durante la primavera de 2011, un programa piloto para llevar los principios básicos de la educación financiera a los alumnos de 3.º de la Educación Secundaria Obligatoria (ESO), con edades de 14 y 15 años. En este proyecto, en colaboración con el Ministerio de Educación, participaron 32 institutos y 2.700 estudiantes de todo el país. El proyecto fue auditado por una consultora independiente, que certificó tanto la buena

acogida entre profesores y alumnos como el incremento de los conocimientos financieros de los estudiantes que habían cursado el programa.

El PEF puso a disposición de los profesores y alumnos un portal (www.gepeese.es) donde encontrar los materiales educativos, tanto en formato pdf como multimedia e interactivos, para impartir la docencia en clase.

La web finanzasparatodos.es, el portal dirigido a todos los públicos para la promoción de la educación financiera, sigue en proceso de consolidación como portal de referencia. En el último trimestre del año, se lanzó una campaña de publicidad en soportes digitales, redes sociales y prensa gratuita para difundir los contenidos de la web. Durante la campaña, el portal duplicó sus registros y alcanzó 200.000 visitas.

Durante su quinto año de vida, el *Aula Virtual*, la sección del Portal Educativo para jóvenes que fomenta el conocimiento del Banco de España y difunde su misión como garante de la estabilidad de precios y de los sistemas financiero y de pagos, se ha consolidado como una herramienta de aprendizaje para la comunidad educativa, tal y como muestran las 220.000 páginas consultadas por más de 58.000 visitantes durante el año 2011.

Un total de 2.565 estudiantes participaron en la quinta edición del concurso escolar del Banco de España

En la quinta edición del concurso escolar del Banco de España para estudiantes de Bachillerato y Formación Profesional de grado medio, celebrada durante el curso académico 2010/2011, han participado 2.565 estudiantes repartidos en 513 equipos, una cifra superior a la del año anterior, en el que compitieron 2.430 alumnos en 486 equipos.

Resultó ganador del certamen el equipo formado por estudiantes de primer grado de Formación Profesional del Institut Poblenou de Barcelona, que recibieron el diploma y el premio, consistente en ocho ordenadores portátiles, en la sucursal del Banco de España en Barcelona.

En septiembre de 2011, después de cinco convocatorias del concurso escolar del Aula Virtual, el Banco de España ha convocado la primera edición del concurso escolar denominado «Generación Euro». El concurso se desarrolla íntegramente a través del sitio web www.generationeuro.eu, al que se accede desde el Portal Educativo de Banco de España. El concurso forma parte de un proyecto conjunto del Banco Central Europeo, del Banco de España y de otros bancos centrales nacionales de la zona del euro, que se desarrolla entre octubre de 2011 y junio de 2012 con unos parámetros comunes. De los 2.739 equipos que se han inscrito en la zona del euro, 665 son españoles, lo que supone un 24 % del total.

El *Rincón Educativo*, la sección del Portal Educativo del sitio web del Banco de España destinada a profesores y alumnos de Primaria, permite descargar vídeos, cómics, juegos, fichas y otros materiales pedagógicos de apoyo, así como disponer de actividades complementarias para que las desarrollen los alumnos en clase o en casa. Entre estos materiales, cabe destacar *La Caja Fuerte*, un juego 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. Durante el año 2011, se distribuyeron 2.060 unidades de este juego.

En 2011, el Banco de España ha desarrollado un nuevo juego de mesa, *El Cofre del Dinero*, que se puede solicitar a través del Portal Educativo. Se trata de un juego educativo destinado a familias, y su finalidad es fomentar de manera lúdica el conocimiento de la zona del euro, de los billetes y monedas en euros, del Banco de España y del resto de los bancos centrales. Durante el año 2011 se han distribuido 6.450 ejemplares 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 2011, superó los 5.600 visitantes, frente a los 4.900 visitantes del ejercicio anterior, lo que supone un aumento de un 14 %.

9.2.3 Relaciones institucionales con el Banco Central Europeo

Durante 2011, se ha preparado un conjunto de acciones para la conmemoración, en 2012, de los 10 años de la introducción de los billetes y monedas en euros. Entre ellas, se han desarrollado una sección específica en la web, un film conmemorativo, un *dossier* para los medios de comunicación y diverso material educativo, así como *La Carrera del Euro*, un concurso en línea en el que pueden participar los niños de 9 a 12 años residentes en la UE.

10 Organización y Admón. Interna

La plantilla total del Banco de España, a 31 de diciembre de 2011, es de 2.686 personas, 23 personas menos que en 2010 y la cifra más baja de los últimos seis años.

10.1 RECURSOS HUMANOS Y ORGANIZACIÓN

La plantilla total descendió a 2.686 personas

En cuanto a la composición de la plantilla, se mantiene la tendencia al alza en el número de empleados con perfiles de mayor cualificación, situándose por encima del 60 %, mientras que el grupo de empleados con menor cualificación se reduce hasta el 7 % de la plantilla.

La política de fomento de la movilidad interna puesta en marcha en 2007 ha facilitado que casi 200 personas hayan cambiado de puesto durante 2011, un 7,5 % del total. Asimismo, se han cubierto internamente 33 puestos de responsabilidad.

En 2011, se han impartido en total 144.518 horas de formación, lo que representa una media de 52 horas por empleado, y el número de participaciones en acciones formativas ha sido de 5.253, siguiendo la misma tendencia del año anterior. El 79 % de la plantilla realizó un curso completo en 2011 y 159 empleados asistieron a cursos internacionales.

En mayo de 2011 se cerraron las sucursales de Ceuta, Logroño, Melilla, Pamplona, San Sebastián, Santander y Toledo

A finales del año 2010, el Banco de España acordó el cierre de las sucursales de Ceuta, Logroño, Melilla, Pamplona, San Sebastián, Santander y Toledo, con efecto desde el 31 de mayo de 2011. Como consecuencia, desde esa fecha, la nueva red de sucursales está formada por quince sucursales, además de los servicios centrales de Madrid.

La reestructuración de la red afectó a un total de 57 trabajadores. A lo largo del primer trimestre de 2011, se desarrolló la negociación con el Comité Nacional de Empresa, que culminó con un acuerdo el 7 de marzo.

Dentro de la participación del Departamento de Recursos Humanos y Organización en la actividad internacional del Banco y en el desarrollo del SEBC y el Eurosistema, en junio de 2011, el Banco de España fue anfitrión de la decimoséptima reunión de la Conferencia de Recursos Humanos del Sistema Europeo de Bancos Centrales en la sede de Madrid.

10.2 ADQUISICIONES Y SERVICIOS GENERALES

En el ámbito de contratación, se ha cumplido en su totalidad el Plan Anual del ejercicio, con la tramitación de 194 expedientes y 5 convenios, 100 anexos y modificaciones contractuales, y la cancelación de 44 contratos. Por último, se han gestionado 156 prórrogas de contratos, renegociando los precios con reducción de costes.

En cuanto a la 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 6 licitaciones conjuntas, y en la definición de 13 nuevos documentos de buenas prácticas en materia de contratación.

En 2011, se han gestionado 72 proyectos dentro del Plan de Sistemas. Se han realizado importantes actuaciones en distintas aplicaciones, entre las que se pueden destacar:

- La adaptación de las aplicaciones de transferencias y gestión de cheques al Sistema de Centralización de Intercambios de Iberpay.
- La nueva aplicación de Gestión de Operaciones de Efectivo en ventanilla, que proporciona una herramienta de gestión del conjunto de operaciones de efectivo realizadas por los distintos puestos y los dispositivos de las ventanillas del Banco.
- Los nuevos procesos añadidos a la Oficina Virtual y el desarrollo e implantación del nuevo Sistema de Información Administrativa.
- La adaptación a los cambios derivados de la reforma del sistema financiero español, que ha tenido un impacto importante en los sistemas informáticos del área de Regulación. Se ha avanzado en la implementación del nuevo sistema para el tratamiento del reporte financiero de las entidades utilizando el estándar XBRL y se ha dedicado un importante esfuerzo a la definición de los aspectos funcionales y tecnológicos de la nueva Central de Riesgos.

Las actuaciones más destacables en las infraestructuras informáticas han sido:

- La renovación de los dos ordenadores centrales, instalando ordenadores de última generación, multiplicando por cinco la velocidad de proceso y por dos la de entrada/salida.
- La mejora de la interconexión entre los dos edificios de Madrid mediante la contratación de nuevos enlaces de fibra óptica de alta velocidad.
- La reconversión del sistema de telefonía del Banco de España mediante la instalación de una nueva infraestructura de telefonía (Telefonía IP). Este nuevo sistema permitirá al Banco ahorrar costes y proporcionar nuevos servicios avanzados.

En el ámbito de la Continuidad de Negocio, se ha completado la implantación de una herramienta de automatización de comunicación en situaciones de crisis, que permite mejorar la gestión de situaciones de crisis.

Coordinado por el Subcomité de Continuidad de Negocio del Comité de Estabilidad Financiera (CESFI), se está desarrollando el *Plan Estratégico Sectorial del Sector Financiero para la Protección de Infraestructuras Críticas*, siguiendo el mandato de la Ley 8/2011, de 28 de abril, y el *Real Decreto 704/2011, de 20 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento de protección de las infraestructuras críticas*.

En el año 2011, se ha completado el catálogo de procesos y servicios de Administración Electrónica tramitados en el Banco de España, con la identificación y análisis de 71 procesos y servicios, de los cuales 44 están publicados en la Oficina Virtual y 15 pueden iniciarse por medios electrónicos. El resto se incorporarán a lo largo de 2012. Este proyecto ha permitido realizar propuestas de mejora, simplificación y adaptación de los procesos y servicios a la Administración Electrónica. Hay que resaltar que, desde su puesta en funcionamiento (el 1 de enero de 2010), la Oficina Virtual (sede electrónica) ha tenido más de 234.000 visitantes.

Durante este año se puso en marcha el proyecto de registro electrónico y se ejecutó el proyecto de tratamiento del fondo del Instituto Español de Moneda Extranjera (IEME) y del heredero de sus funciones, el Departamento Extranjero del Banco de España, fondo de casi 5.000 metros lineales.

Respecto al fondo documental histórico del Banco de España, el proyecto sobre el que se han centrado los esfuerzos en 2011 ha sido el relativo a la colección de títulos mercantiles (empresas y deuda pública), compuesta por más de 174.608 unidades, entre las que se han seleccionado las más representativas (cerca de 2.500), que se integrarán en la colección de Patrimonio Histórico-Artístico Documental.

10.5 INTERVENCIÓN GENERAL

En el ejercicio 2011 se ha seguido produciendo un avance muy importante en la explotación de información a través del sistema de contabilidad de costes. Los datos obtenidos permiten cuantificar el coste de las diferentes funciones que realiza el Banco. Son, asimismo, la base de determinación de los costes de los proyectos informáticos del Eurosistema.

El Banco de España continuó desarrollando en 2011 la gestión de sus riesgos operacionales con la finalización de la primera revisión bienal de riesgos. El resultado final ha sido la actualización del mapa de riesgos.

Como en años anteriores, durante 2011 el área de riesgos mantuvo una intensa actividad, participando en la implantación del sistema de gestión del riesgo operacional en el ámbito del SEBC/Eurosistema y contribuyendo activamente a la elaboración del informe anual de riesgos operacionales del SEBC/Eurosistema.

10.6 AUDITORÍA INTERNA

La Auditoría Interna tiene por objeto evaluar todos los sistemas y procedimientos establecidos para la gestión y el control de los riesgos. Conforme al Plan Anual de 2011, el Departamento de Auditoría Interna ha llevado a cabo casi una veintena de auditorías específicas, así como el seguimiento de las recomendaciones emitidas en las realizadas en años anteriores.

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 Competitividad, aprobar el balance y las cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a las Cortes Generales para su conocimiento. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco, a tenor de lo establecido en el artículo 21.g) de la citada Ley, formular sus cuentas anuales.

Las cifras consignadas, salvo indicación en contrario, están expresadas en millones de euros. Las correspondientes al ejercicio 2010 se presentan únicamente para facilitar su comparación con las de 2011. Las diferencias que, en algún caso, pudieran observarse en las sumas de las cifras registradas en el balance, la cuenta de resultados y las notas explicativas se deben a redondeos.

Este documento presenta las cuentas correspondientes al ejercicio 2011. En su apartado 2 se presentan el balance y la cuenta de resultados a 31 de diciembre de 2011; en el 3, la memoria explicativa, con la normativa contable que ha servido de marco de referencia para su elaboración, las notas explicativas sobre los aspectos más relevantes del balance y de la cuenta de resultados, y los cambios en capital, reservas, provisiones y cuentas de revalorización; en el apartado 4, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía, se detallan las aportaciones efectuadas al Fondo de Garantía de Depósitos y los préstamos y operaciones no concertados en condiciones de mercado o que, de cualquier forma, entrañan lucro cesante o quebranto para el Banco, estimándose 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.

¹ Orientación del Banco Central Europeo de 11 de noviembre de 2010, sobre el Régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2010/20), y sus modificaciones posteriores.

2 BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2011

En millones de euros

	Número nota	2011	2010
ACTIVO			
1 Oro y derechos en oro	1	11.017,18	9.555,49
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro		25.019,85	14.040,29
2.1 Activos frente al FMI	2	5.803,75	4.782,17
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	19.216,10	9.258,12
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	4	4.250,73	0,06
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro		844,31	907,25
4.1 Depósitos, valores y préstamos	5	844,31	907,25
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	168.196,45	61.550,47
5.1 Operaciones principales de financiación		11.422,10	20.285,31
5.2 Operaciones de financiación a más largo plazo		156.677,80	39.662,77
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		96,55	17,39
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro		2,74	2,04
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	7	106.385,64	87.827,96
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria		31.080,11	13.906,71
7.2 Otros valores		75.305,53	73.921,24
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	8	3.498,51	4.081,98
9 Cuentas intra-Eurosistema	9	32.177,68	20.945,82
9.1 Participación en el capital del BCE		940,10	801,70
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		26.453,93	15.360,48
9.5 Otros activos intra-Eurosistema (neto)		—	—
10 Partidas en curso de liquidación		1,29	1,06
11 Otros activos		4.172,85	3.708,73
11.2 Inmovilizado material e inmaterial	10	268,51	254,61
11.3 Otros activos financieros	11	46,76	47,18
11.4 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	12	—	—
11.5 Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	13	2.439,70	1.891,39
11.6 Diversos	14	1.417,88	1.515,55
TOTAL ACTIVO		355.567,23	202.621,16

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2011 (cont.)

En millones de euros

	Número nota	2011	2010
PASIVO			
1 Billetes en circulación	15	97.024,85	91.917,98
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	16	50.933,71	26.964,03
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		14.561,25	19.950,00
2.2 Facilidad de depósito		33.335,00	6.997,50
2.3 Depósitos a plazo		3.000,00	—
2.4 Operaciones temporales de ajuste		—	—
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		37,46	16,53
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro		0,02	0,14
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro		5.570,05	9.488,74
5.1 Administraciones Públicas	17	5.425,69	9.336,63
5.2 Otros pasivos	18	144,35	152,11
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	19	380,75	400,15
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro		1,08	0,93
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		0,78	0,76
8.1 Depósitos y otros pasivos		0,78	0,76
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	20	3.355,46	3.272,05
10 Cuentas intra-Eurosistema	21	174.826,42	50.864,34
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)		174.826,42	50.864,34
11 Partidas en curso de liquidación	22	240,47	138,39
12 Otros pasivos		506,24	300,24
12.1 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	23	110,92	30,43
12.2 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	24	161,00	80,96
12.3 Diversos	25	234,32	188,84
13 Provisiones	26	6.365,20	5.478,81
14 Cuentas de revalorización	27	12.012,07	9.274,59
15 Capital y reservas		1.950,00	1.950,00
15.1 Capital	28	1.000,00	1.000,00
15.2 Reservas	29	950,00	950,00
16 Beneficio del ejercicio	30	2.400,13	2.570,00
TOTAL PASIVO		355.567,23	202.621,16

CUENTA DE RESULTADOS DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2011

En millones de euros

	Número nota	2011	2010
1 Ingresos por intereses	1	5.273,93	4.450,57
2 Gastos por intereses	2	1.341,45	1.040,39
3 Ingresos netos por intereses (1 - 2)		3.932,49	3.410,18
4 Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	101,29	366,04
5 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	467,61	793,89
6 Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio, precio y crédito	5	-1.081,34	-407,96
7 Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos (4 - 5 + 6)		-1.447,66	-835,81
8 Ingresos por honorarios/comisiones		17,57	20,07
9 Gastos por honorarios/comisiones		10,68	11,12
10 Ingresos netos por honorarios/comisiones (8 - 9)	6	6,89	8,95
11 Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	109,64	191,04
12 Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	211,05	253,47
13 Otros ingresos y quebrantos	9	40,23	-11,56
14 TOTAL INGRESOS NETOS (3 + 7 + 10 + 11 + 12 + 13)		2.852,63	3.016,27
15 Gastos de personal	10	230,90	228,40
16 Gastos en bienes y servicios	11	116,61	117,83
17 Amortización del inmovilizado	12	31,86	27,34
18 Costes de producción de billetes	13	54,71	61,71
19 Otros gastos		2,89	3,27
20 TOTAL GASTOS OPERATIVOS (15 + 16 + 17 + 18 + 19)		436,97	438,54
21 Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	15,53	7,73
22 BENEFICIO DEL EJERCICIO (14 - 20 - 21)	15	2.400,13	2.570,00

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, y afectan a la posición en moneda extranjera desde esa fecha. Las pérdidas y ganancias derivadas de las operaciones de venta de divisas al contado se consideran, igualmente, realizadas desde su fecha de liquidación. Por su parte, las operaciones de compraventa de divisas a plazo se contabilizan en cuentas fuera de balance en la fecha de contado de la operación, afectando a la posición en divisas y considerándose el resultado de la operación realizado en dicha fecha. En caso de que entre la fecha de contratación y la fecha de contado medie un fin de ejercicio, las operaciones se contabilizarán en la fecha de contratación.

Las compras se contabilizan por su precio de adquisición en euros. Las compras y las ventas de divisas contra euros se valoran al tipo de cambio concertado en la operación, mientras que, en las operaciones de compraventa de divisas contra divisas, la valoración en euros se efectúa al tipo de cambio medio de mercado de la divisa vendida en la fecha de contratación de la operación. Las operaciones en una divisa que no supongan modificación de la posición global de 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, de 9 de mayo de 2010 y de 6 de octubre de 2011).

En los tres casos, los valores se contabilizan inicialmente por su precio de adquisición, determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.

El coste de las ventas o amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate. No se permite la realización de ventas de los valores pertenecientes a la cartera a vencimiento, excepto en circunstancias excepcionales y debidamente autorizadas.

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, abonándose su importe directamente en la cuenta de valores y modificándose el precio medio contable del código-valor afectado y, por tanto, su tasa interna de rendimiento. Tales minusvalías se considerarán irreversibles. Para la regularización de fin de ejercicio se utilizaron los precios de mercado referidos al último día del año.

Sobre los valores de la cartera a vencimiento y de la cartera de política monetaria, no se efectúa ningún proceso periódico de valoración, exceptuando el reconocimiento, en su caso, de la pérdida de valor por deterioro del activo.

Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos son objeto de la periodificación correspondiente, empleándose para su cálculo la tasa interna de rendimiento para cada código-valor dentro de cada cartera. Estas periodificaciones se realizan diariamente.

Las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado, dado que se trata de valores en divisas, se entenderán referidas a la divisa correspondiente, por lo que estos importes se traspasarán a euros, según se establece en el apartado «Divisas».

Operaciones temporales
con valores

Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no son revalorizados ni pasan a formar parte de la cartera.

Las cesiones temporales de valores se registran en el pasivo del balance como depósitos recibidos con garantía de valores, sirviendo de contrapartida el efectivo recibido. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del Banco de España y son tratados como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en divisas.

En los préstamos directos de valores, la adquisición y la cesión temporal efectuadas de forma simultánea se contabilizarán independientemente, registrándose cada una de ellas de acuerdo con las normas de valoración expuestas en los dos párrafos anteriores.

Los préstamos automáticos de valores (contratos que facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato) no son objeto de registro en el balance, contabilizándose exclusivamente los ingresos obtenidos dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias. Las operaciones vivas a fin de año se registran en cuentas de orden.

Activos en situaciones
especiales

Todos los activos sobre cuya recuperación existen dudas razonables se contabilizan en cuentas diferenciadas, dotándose sobre ellos la correspondiente provisión.

Créditos a entidades financieras y saldos con bancos centrales de la Unión Europea

Se valoran por su nominal.

En relación con las operaciones de política monetaria realizadas por los bancos centrales del Eurosistema, el BCE establece las condiciones en que deberán efectuarse dichas operaciones, así como la necesidad de obtener garantías adecuadas sobre 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 compensarse dichos importes con los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales (véanse nota 26 del balance y nota 8 de la cuenta de resultados).

Créditos al Estado

De acuerdo con lo establecido en la Orientación del Banco Central Europeo de 11 de noviembre de 2010, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2010/20), se valoran por su nominal (véanse las notas 8 y 26 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. Las plusvalías o minusvalías se calcularán como la diferencia, positiva o negativa, respectivamente, entre el valor teórico contable de las acciones y su valor contable en el Banco de España. Las plusvalías se adeudarán a una cuenta de ajuste que, sumada a la cuenta representativa de la inversión, mostrará el mencionado valor teórico de acuerdo con el balance de la sociedad participada, y se abonarán a una cuenta de revalorización. Por su parte, las minusvalías, que se considerarán irre recuperables hasta la venta de las acciones, minorarán directamente el valor de la inversión, adeudándose a resultados.

Activos fijos materiales e inmateriales

Se consideran inmovilizado aquellos activos no financieros propiedad del Banco que se espera utilizar durante un plazo superior a 12 meses y que contribuyen, directa o indirectamente, al cumplimiento de los objetivos de la entidad y/o a la generación probable de ingresos en el futuro, siendo además posible una valoración fiable de su coste.

Como criterio general, el inmovilizado se valora inicialmente por su precio de adquisición, entendiéndose por tal el importe de los desembolsos dinerarios realizados o comprometidos, incluidos los costes directamente relacionados con la ubicación del activo en el lugar y en las condiciones necesarias para que pueda operar en la forma prevista, tales como transporte, instalación, honorarios profesionales por servicios legales, impuestos no recuperables y el valor razonable de las demás contraprestaciones entregadas.

Los descuentos comerciales y los realizados por defectos en los activos recibidos se registran como menor valor de adquisición de 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 realizarse la activación posterior de los mismos.

Las aplicaciones informáticas desarrolladas para el conjunto del Eurosistema se darán de alta como inmovilizado por el correspondiente precio de adquisición, que se calculará, normalmente, en función de la clave de participación del Banco de España en el capital del BCE.

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 2011 han sido los siguientes:

	Coeficiente de amortización (%)	Vida útil (años)
Edificios y construcciones	2	50
Obras de remodelación	4	25
Instalaciones	10	10
Instalaciones de seguridad	20	5
Mobiliario y enseres	10	10
Máquinas para el tratamiento de billetes y monedas	10	10
Otras máquinas de oficina	20	5
Equipos para procesos de información	25	4
Elementos de transporte. Coches y motos	25	4
Elementos de transporte. Camiones y autocares	10	10
Fondo bibliográfico	10	10
Otro inmovilizado material	20	5
Aplicaciones informáticas	20	5
Propiedad industrial	—	Número de años de uso exclusivo

Existe deterioro en un activo cuando su valor en libros supera al valor recuperable, en cuyo caso, y solo si se trata de importes relevantes, se reconoce una pérdida por deterioro, reduciéndose de forma simultánea el valor en libros del elemento y modificándose su base amortizable.

El BCE y los BCN que, junto con él, forman el Eurosistema emiten billetes en euros desde el 1 de enero de 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.

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 Eurosistema» (véase «Cuentas intra-Eurosistema» en este apartado sobre normativa contable).

Desde 2002 hasta 2007, los saldos intra-Eurosistema derivados de la asignación de billetes en euros se ajustaron para evitar cambios significativos en las posiciones relativas de ingresos de los BCN que inicialmente formaron parte del Eurosistema, en comparación con ejercicios anteriores. Los ajustes se determinaron teniendo en cuenta las diferencias entre el importe medio de billetes en circulación de cada BCN en el período de referencia 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 el final de 2007. No obstante, este mecanismo también se ha aplicado en el caso de nuevos Estados miembros que han adoptado el euro, de forma que se calcula el importe del ajuste que le corresponde a cada uno de ellos según el método de cálculo mencionado, distribuyendo este ajuste entre el resto de bancos centrales nacionales de acuerdo con sus respectivas claves. Este ajuste se reduce de forma paulatina durante un período de seis años, manteniéndose inalterado durante cada ejercicio.

Los ingresos y los gastos por intereses sobre los saldos intra-Eurosistema relacionados con la asignación de billetes se liquidan con el BCE y se muestran dentro de la rúbrica de la cuenta de resultados «Ingresos netos por intereses».

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, 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

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.

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.

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 en que haya incurrido 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 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, 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.

⁷ Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

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.
Provisiones	Dentro del pasivo del balance, y en aplicación del principio de prudencia, se constituyen aquellas provisiones aprobadas por la Comisión Ejecutiva del Banco de España que se estiman necesarias para cubrir adecuadamente, de acuerdo con criterios objetivos, los riesgos derivados de las posiciones patrimoniales mantenidas, así como otros quebrantos y pérdidas de diversa naturaleza (véase nota 26 del balance)
Posiciones registradas fuera de balance ⁸	<p>La posición a plazo en moneda extranjera, formada por las operaciones a plazo en divisas y por la parte a plazo de las operaciones <i>swaps</i> de divisas, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.</p> <p>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.</p>
3 ASPECTOS RELEVANTES DE LAS ESTIMACIONES REALIZADAS	<p>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 26 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 Sistema Europeo de Bancos Centrales [véanse notas 6 y 7.a) del balance].</p> <p>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 2011, 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.</p>
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.

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.

3.2 Notas explicativas al balance

1 ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro a cierre del ejercicio se elevan a 11.017,18 millones de euros, equivalentes a 9,054 millones de onzas troy⁹ de oro fino, valoradas a un precio de mercado de 1.216,86 euros por onza. Estas tenencias no han variado durante el ejercicio. Su valor es superior en 1.461,69 millones de euros al de 2010, como consecuencia del aumento del precio de mercado (al cierre de 2010 la onza cotizaba a 1.055,42 euros), habiéndose registrado este incremento dentro de las cuentas de revalorización del pasivo. El precio de coste de las tenencias de oro es de 850,43 millones de euros.

2 ACTIVOS EN MONEDA EXTRANJERA FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—ACTIVOS FRENTE AL FMI

Este epígrafe está integrado por tres componentes:

- a) La posición en el Fondo Monetario Internacional (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. La cuota de España en el FMI se amplió el 16 de marzo de 2011, pasando de 3.048,90 millones a 4.023,40 millones de DEG.
- b) Los derechos especiales de giro (por asignaciones). Representan el contravalor en euros de las sucesivas asignaciones de dicha divisa realizadas por parte del FMI. Las variaciones sobre las asignaciones se deben, esencialmente, a operaciones de acuerdos de préstamos a terceros países, y al cobro o pago de intereses por las posiciones que se mantienen frente al FMI.
- c) Otros activos frente al FMI. Refleja el importe que el Banco de España ha cedido al FMI como contribución al servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (PRGT) y los acuerdos de préstamo bilateral firmado entre el FMI y el Reino de España, estos últimos actualmente integrados dentro del Acuerdo NAB. Por los PRGT, el Banco de España mantiene un compromiso de contribución a través de préstamos a bajo interés para los países más pobres hasta 830 millones de DEG, ascendiendo el importe dispuesto a fin de 2011 a 391,88 millones de euros (330,29 millones de DEG). Los acuerdos NAB que se firmaron como apoyo a la capacidad del FMI para suministrar asistencia de balanza de pagos a sus miembros se han visto ampliados desde el 1 de abril de 2011 a 6.702,18 millones de DEG, efectuándose durante el ejercicio 2011 operaciones por un total de 829,22 millones de euros (698,76 millones de DEG).

Su composición en ambos ejercicios es la siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2011	2010	Variación
Posición en el tramo de reservas	1.421,01	692,76	728,25
Derechos especiales de giro (por asignaciones)	3.161,64	3.394,22	-232,58
Otros activos frente al FMI	1.221,10	695,19	525,91
TOTAL	5.803,75	4.782,17	1.021,58

En conjunto, el valor de los activos frente al FMI aumentó en 1.021,58 millones de euros respecto a su saldo a final de 2010.

⁹ Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

El aumento que se produce en la cuenta de la posición en el tramo de reservas (728,25 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 (Irlanda, Grecia y Portugal) y al incremento de la cuota española. Del mencionado aumento, 692,92 millones se deben al incremento neto de los importes en divisas, y 35,32 millones al efecto de la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado.

La cuenta de los derechos especiales de giro (por asignaciones) tiene una disminución de 232,58 millones de euros, explicada por la disminución registrada en divisas (311,17 millones de euros) a causa del incremento de la cuota en el FMI que se pagó utilizando DEG y del efecto neto de las disposiciones y amortizaciones de préstamos. El efecto de los tipos de cambio de mercado a fin de ejercicio ha supuesto un incremento de 78,60 millones de euros.

La cuenta de otros activos frente al FMI ha experimentado un incremento de 525,91 millones de euros. Esta cuenta recoge los préstamos concedidos bajo el acuerdo NAB y bajo el programa PRGT. Los primeros han incrementado sustancialmente sus aportaciones debido a nuevas operaciones con Grecia, Irlanda y la República Dominicana (519,77 millones), mientras que los segundos, los PRGT, han visto reducirse su peso, ya que, aunque se han abierto nuevos programas (PRGT 19 y 20), las amortizaciones parciales han sido de mayor cuantía (reducción neta de 11,58 millones de euros). La variación de 525,91 millones de euros procede del efecto conjunto de dos factores: el incremento de divisas por la ejecución de ambos programas, que supone 495,56 millones de euros (428,24 millones de DEG), y el efecto de la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado de 30,36 millones de euros.

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 € = 0,842673 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 en un promedio del 0,40 %, con un máximo de 0,59 % y un mínimo de 0,11 % 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 2011 se eleva a 19.216,10 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de activo	2011	2010	Variación
Depósitos	102,07	142,11	-40,04
Valores	19.111,20	9.115,69	9.995,51
Cartera de negociación	11.364,02	3.712,65	7.651,37
Cartera a vencimiento	7.747,17	5.403,04	2.344,13
Otros	2,83	0,32	2,51
TOTAL	19.216,10	9.258,12	9.957,98

A 31 de diciembre de 2011, el 99,97 % 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 € = 1,2939 \$ USA).

El aumento del saldo de este epígrafe (9.957,98 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	9.402,96
Por la variación de los tipos de cambio de mercado a 31 de diciembre	608,28
Por la variación del precio de mercado de los valores a 31 de diciembre	14,47
Por la variación de los intereses a cobrar no vencidos	-67,78
Otras causas	0,05
TOTAL	9.957,98

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 2011 es igual a 4.250,73 millones, y recoge el activo surgido de las compras temporales con compromiso de reventa realizadas con las entidades de crédito del Eurosistema por 4.250,71 millones de euros en relación con el programa para proporcionar liquidez a corto plazo en dólares USA. A mediados de 2010 y, posteriormente, en 2011, el BCE acordó prolongar los acuerdos de provisión de liquidez en dólares USA (línea *swap*) con la Reserva Federal como respuesta a la reaparición de tensiones en la financiación a corto plazo en dólares estadounidenses en los mercados europeos. Así, la Reserva Federal proporcionó dólares al BCE, mediante un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*) con el objetivo de ofrecer dólares USA a corto plazo a las entidades de crédito del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE realizó *swaps* con los bancos centrales nacionales del Eurosistema, que utilizaron esos fondos para hacer frente a las necesidades de liquidez en dólares de las entidades del Eurosistema en forma de *repos*, recibiendo de las entidades valores en garantía denominados en euros. Estos *swaps* entre el BCE y los bancos centrales nacionales del Eurosistema originan unos saldos intra-Eurosistema registrados en el epígrafe «Otros activos intra-Eurosistema (neto) / Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)».

5 ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO. – DEPÓSITOS, VALORES Y PRÉSTAMOS

Recoge el saldo de cuentas corrientes a la vista en corresponsales y los valores de la cartera de negociación y a vencimiento denominados en euros. La cartera a vencimiento está formada por valores de renta fija que el Banco de España tiene intención de mantener hasta su amortización.

En el siguiente cuadro puede verse el detalle de esta rúbrica:

En millones de euros

Tipo de activo	2011	2010	Variación
Depósitos	0,19	0,20	-0,01
Valores	844,12	907,05	-62,93
Cartera de negociación	–	–	–
Cartera a vencimiento	844,12	907,05	-62,93
TOTAL	844,31	907,25	-62,94

Del importe de este epígrafe (844,31 millones de euros), la mayor parte corresponde a valores de renta fija incluidos en la cartera a vencimiento (844,12 millones), que experimentaron una disminución de 62,93 millones respecto a su saldo a 31 de diciembre de 2010. Esta cartera está formada por valores en euros emitidos por organismos internacionales (Banco Europeo de Inversiones y Banco de Pagos Internacionales) y por Estados de fuera de la zona del euro. La cartera de negociación, al igual que en 2010, no presenta saldo a fin de este ejercicio.

6 PRÉSTAMOS EN EUROS
CONCEDIDOS A ENTIDADES
DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL
EURO EN RELACIÓN CON
OPERACIONES DE POLÍTICA
MONETARIA

Esta rúbrica recoge el importe de los préstamos concedidos a entidades de crédito de la zona del euro a través de los que se ejecuta la política monetaria. El importe total de estos préstamos en el conjunto del Eurosistema asciende a 863.568 millones, de los cuales 168.196,45 millones figuran en el balance del Banco de España. De acuerdo con el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC/BCE, en caso de materializarse cualquier riesgo de contraparte en operaciones de política monetaria, este será compartido por todos los bancos centrales del Eurosistema en proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, según las claves vigentes en el momento de materializarse dicho riesgo (véase la provisión para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria en el Eurosistema en la nota 26, Provisiones).

Su detalle, por tipo de operación, se refleja en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de operación	2011	2010	Variación
Operaciones principales de financiación	11.422,10	20.285,31	-8.863,20
Operaciones de financiación a más largo plazo	156.677,80	39.662,77	117.015,03
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	96,55	17,39	79,16
TOTAL	168.196,45	61.550,47	106.645,98

Durante todo el año 2011, 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 2011 es mayor en un 173,3 % al de 2010. No obstante, el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año disminuyó en un 28,4 % (71.064,16 millones en 2011, frente a 99.291,50 millones en 2010).

a Operaciones principales
de financiación

Se ejecutan mediante operaciones temporales de inyección de liquidez, con frecuencia semanal, vencimiento a una semana, y normalmente a través de subastas estándar. Desempeñan un papel crucial en la consecución de los objetivos de control de los tipos de interés, gestión de liquidez en el mercado y señalización de la orientación de política monetaria. No obstante, en este ejercicio, continuando la tendencia iniciada ya en años anteriores, su uso ha sido menor que el de las operaciones de financiación a más largo plazo. En este sentido, cabe señalar que el 37,5 % de la financiación media anual se otorgó a través de ellas. En 2011, todas ellas se han realizado a tipo fijo, con adjudicación plena del importe solicitado.

El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2011 era de 11.422,10 millones de euros (20.285,31 millones a 31 de diciembre de 2010), siendo su saldo medio diario durante el ejercicio de 26.662,79 millones (12.270,58 millones en 2010).

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 2011, se han realizado operaciones con plazos de vencimiento iguales a la duración de los períodos de mantenimiento de las reservas mínimas, a tres, a seis, a doce y a treinta y seis meses. Estas operaciones se han realizado a tipo fijo, con adjudicación plena del importe solicitado.

El saldo que presentaban estas operaciones a fin de 2011 ascendía a 156.677,80 millones de euros (93,2% del total), habiendo aumentado en relación con el año anterior en 117.015,03 millones de euros. Sin embargo, su saldo medio ha disminuido (ha pasado de 86.561,06 millones en 2010 a 44.141,74 millones en 2011), representando el 62,1% de la financiación global del ejercicio. La mayor parte del incremento del saldo de este epígrafe tuvo lugar en los últimos días del año debido a la operación de financiación a 36 meses realizada el 21 de diciembre de 2011.

c Operaciones temporales de ajuste

Estas operaciones tienen por objeto regular la situación de liquidez del mercado y controlar los tipos de interés, en particular para suavizar los efectos causados por fluctuaciones inesperadas en el mercado sobre los tipos de interés. Dada su naturaleza, su frecuencia no está estandarizada.

En 2011 tuvo lugar una operación temporal de ajuste de inyección de liquidez en el Euro-sistema, obteniendo en ella financiación las entidades de crédito españolas. A fin de año, su saldo es igual a cero.

d Operaciones temporales estructurales

Se trata de operaciones temporales de mercado abierto, a través de subastas estándar, con las que el Eurosistema pretende modificar su posición estructural de liquidez frente al sector financiero.

A fin de año su saldo era cero, igual que el año anterior, no habiendo tenido lugar ninguna operación estructural a lo largo del ejercicio.

e Facilidad marginal de crédito

Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez a un día de su 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 2011 su saldo era cero, habiéndose producido en este ejercicio un número reducido de estas operaciones, al igual que en 2010.

f Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía

De acuerdo con las normas del Eurosistema para la gestión de la política monetaria, todas las operaciones mediante las que se otorga liquidez al sistema bancario deben estar garantizadas con activos de reconocida solvencia aceptados por el sistema para servir de colateral. Si, después de la valoración diaria, el valor de mercado de los activos recibidos para garantizar la devolución de los préstamos disminuye por debajo del umbral mínimo o de reposición establecido para cada valor, la entidad de contrapartida afectada deberá reponer activos adicionales o efectivo en depósitos constituidos a tal efecto (véase la nota 16 del balance) y, si el valor de mercado de los activos de garantía, tras su revaluación,

supera el importe de la financiación obtenida del banco central nacional más el margen de variación de la garantía, la entidad de contrapartida podrá retirar activos de garantía por un importe equivalente a dicho exceso (o recibir un abono en efectivo en su cuenta por el importe de esta diferencia).

En aquellos bancos centrales nacionales que realizan el ajuste de los márgenes de garantía mediante cargos y abonos en las cuentas de las entidades de crédito, como es el caso del Banco de España, dichos apuntes contables son contrapartida de las cuentas de activo o pasivo que recogen la variación de dichos márgenes. Estas cuentas de balance se remuneran al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación.

A 31 de diciembre de 2011, presentaba un saldo de 96,55 millones de euros, con un incremento de 79,16 millones en relación con el año anterior.

7 VALORES EMITIDOS EN
EUROS POR RESIDENTES
EN LA ZONA DEL EURO

a Valores mantenidos con fines
de política monetaria

Este epígrafe recoge el importe de los valores de renta fija en euros emitidos por residentes en la zona del euro y adquiridos por el Banco de España con fines de política monetaria, de acuerdo con los programas de adquisiciones de bonos 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»). El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2011 es de 31.080,11 millones, no habiendo evidencia objetiva de que estos activos se hubiesen deteriorado a fin de ejercicio. Su detalle puede observarse en el siguiente cuadro:

En millones de euros

Valores mantenidos con fines de política monetaria	2011	2010	Variación
Programa de adquisición de bonos garantizados	6.337,86	6.524,01	-186,15
Segundo programa de adquisición de bonos garantizados	266,01	-	266,01
Programa para los mercados de valores	24.476,23	7.382,70	17.093,53
TOTAL	31.080,11	13.906,71	17.173,40

Las compras de valores realizadas en el marco del primer programa de adquisiciones de bonos garantizados se completaron en junio de 2010. La disminución del saldo de esta cartera es debida a la amortización de valores y de las primas y descuentos relacionados con estos y que han tenido lugar a lo largo del año 2011.

El 6 de octubre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE anunció un segundo programa de adquisición de bonos garantizados. Bajo este programa, el Banco Central Europeo y los bancos centrales del Eurosistema iniciaron, en noviembre de 2011, la compra de bonos garantizados denominados en euros y emitidos por residentes en la zona del euro, con objeto de mejorar las condiciones de financiación de las entidades de crédito y las empresas, así como alentar a las entidades a mantener e incrementar los préstamos a sus clientes. Se espera que estas adquisiciones se hayan completado a finales de octubre de 2012.

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) y Decisión del Banco Central Europeo, de 3 de noviembre de 2011, sobre puesta en marcha del segundo programa de adquisición de bonos garantizados (BCE/2011/17).

¹¹ Decisión del Banco Central Europeo, de 14 de mayo de 2010, estableciendo el programa para los mercados de valores (BCE/2010/5).

Bajo el programa para los mercados de valores, establecido en mayo de 2010, los bancos centrales del Eurosistema pueden adquirir valores de renta fija pública y privada de la zona del euro con objeto de asegurar la profundidad y liquidez de los segmentos del mercado con un comportamiento disfuncional. El objetivo de este programa es abordar el mal funcionamiento de los mercados de valores y restablecer un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria. El incremento neto de este epígrafe en el año 2011 se ha debido a las compras realizadas.

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 194,2 mm de euros, de los cuales 24.476,23 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.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE consideró el impacto de la participación del sector privado en la iniciativa presentada en 2011 (PSI, en sus siglas en inglés) que propuso la reestructuración de parte de la deuda emitida por la República Helénica a fin de garantizar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. Parte de las tenencias del Banco de España bajo el programa para los mercados de valores son bonos emitidos por la República Helénica. No obstante, teniendo en cuenta que la iniciativa se diseñó como reestructuración voluntaria de la deuda mantenida por el sector privado, no se esperaban cambios en los flujos futuros asociados a las tenencias de dichos valores. El 31 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE consideró que no había evidencias para asumir que la iniciativa no iba a ser un éxito y, por tanto, no había que registrar deterioro de estos valores a fin de año.

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	2011	2010	Variación
Cartera de negociación	40.160,88	33.027,21	7.133,67
Cartera a vencimiento	35.144,65	40.894,03	-5.749,38
TOTAL	75.305,53	73.921,24	1.384,29

El saldo de esta rúbrica a 31 de diciembre de 2011 es de 75.305,53 millones de euros, de los que el 53,3 % corresponde a valores de la cartera de negociación, y el resto, 46,7 %, a valores de la cartera a vencimiento, sobre la que no existe evidencia de deterioro a fin de ejercicio.

El conjunto de estos valores experimentó un aumento de 1.384,29 millones de euros en 2011. No obstante, fueron los valores de la cartera de negociación los que experimentaron un incremento de 7.133,67 millones de euros, mientras que los valores de la cartera a vencimiento disminuyeron en 5.749,38 millones de euros.

En concreto, las variaciones se deben a las causas que se señalan en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Causas de la variación	Cartera de negociación	Cartera a vencimiento	Total
Compraventa/amortización de valores	7.120,21	-5.714,92	1.405,29
Plusvalías latentes a fin de año (a)	192,42	—	192,42
Minusvalías a fin de año (a)	-463,14	—	-463,14
Intereses implícitos devengados	284,18	-34,46	249,72
TOTAL	7.133,67	-5.749,38	1.384,29

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 las Administraciones Públicas como por instituciones financieras de la zona del euro. Debe señalarse que todas las adquisiciones de deuda emitida por las Administraciones Públicas corresponden a operaciones realizadas en el mercado secundario, y nunca a suscripciones directas de emisiones.

c Acontecimientos posteriores a la fecha de balance

Hay que señalar, como hechos posteriores al cierre del ejercicio, que en febrero de 2012 los bancos centrales del Eurosistema cambiaron sus tenencias de bonos soberanos griegos por nuevos valores emitidos por la República Helénica. Los valores recientemente recibidos tienen las mismas características financieras que los entregados. Los nuevos valores no han sido incluidos en la lista de los que han sido reestructurados en el contexto de la iniciativa de participación del sector privado.

8 CRÉDITOS EN EUROS A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Este epígrafe recoge los créditos que, en virtud de lo establecido por sus respectivas leyes de creación, fueron otorgados al Estado con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994. Inicialmente estaba prevista su amortización por su valor nominal, en un plazo de veinticinco años, mediante amortización lineal anual a partir del año 1999, inclusive, según se estableció en la disposición transitoria séptima de la mencionada Ley. No obstante, el 26 de marzo de 2007 se firmó un acuerdo con la Administración General del Estado por el que se decidió acelerar el calendario de amortización de estos créditos, de forma que queden vencidos en su totalidad, a más tardar, en el año 2015, pudiendo el Tesoro solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de aquellos. Los créditos amortizados anticipadamente son abonados por el Tesoro por el efectivo correspondiente a su valor de mercado en ese momento. Se ha constituido una provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de estos créditos (véase nota 26 del balance).

A tenor de dicho acuerdo, en 2011 se cobraron dos cuotas del crédito de la Ley 3/1983 (la correspondiente al año en curso más la última viva del calendario de amortización original) y las cuotas de los otros dos créditos correspondientes al año en curso.

El saldo nominal vivo a 31 de diciembre de 2011 de los créditos otorgados al Estado asciende a 3.498,51 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros

	2011	2010	Variación
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	781,01	976,26	-195,25
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	2.431,79	2.779,19	-347,40
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	285,72	326,53	-40,82
TOTAL	3.498,51	4.081,98	-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.

9 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA

Esta rúbrica recoge los importes correspondientes a los epígrafes que figuran a continuación:

En millones de euros

Tipo de activo	2011	2010	Variación
Participación en el capital del BCE	940,10	801,70	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	26.453,93	15.360,48	11.093,45
TOTAL	32.177,68	20.945,82	11.231,85

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 últimos entra a formar parte del SEBC. Desde el 1 de enero de 2009, la clave de participación del Banco de España es del 8,3040 %.

En el año 2010, el BCE decidió ampliar el capital suscrito en 5.000 millones de euros, pasando de 5.760.652.402,58 euros a 10.760.652.402,58 euros, con efectos a partir del 29 de diciembre de 2010, acordándose que los bancos centrales nacionales de la zona del euro debían desembolsar el importe adicional de su participación en el capital en tres plazos anuales iguales¹². El primero de estos pagos tuvo lugar el 29 de diciembre de 2010, el segundo el 28 de diciembre de 2011, y el plazo restante se hará efectivo a finales de 2012. Con este segundo pago, el capital desembolsado por el Banco de España ha alcanzado los 755,16 millones.

Como resultado de dicha ampliación, el capital suscrito y el capital desembolsado de los bancos centrales nacionales es el siguiente:

¹² Decisión del Banco Central Europeo, de 13 de diciembre de 2010, sobre la ampliación del capital del Banco Central Europeo (BCE/2010/26), y Decisión del Banco Central Europeo, de 13 de diciembre de 2010, sobre el desembolso de la ampliación de capital del Banco Central Europeo por los bancos centrales de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

En euros

	Capital suscrito	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2010	Capital desembolsado a 31 de diciembre de 2011
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	261.010.384,68	180.157.051,35	220.583.718,02
Deutsche Bundesbank	2.037.777.027,43	1.406.533.694,10	1.722.155.360,77
Eesti Pank (a)	19.261.567,80	722.308,79	16.278.234,47
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	119.518.566,24	82.495.232,91	101.006.899,58
Bank of Greece	211.436.059,06	145.939.392,39	178.687.725,72
Banco de España	893.564.575,51	616.764.575,51	755.164.575,51
Banque de France	1.530.293.899,48	1.056.253.899,48	1.293.273.899,48
Banca d'Italia	1.344.715.688,14	928.162.354,81	1.136.439.021,48
Central Bank of Cyprus	14.731.333,14	10.167.999,81	12.449.666,48
Banque centrale du Luxembourg	18.798.859,75	12.975.526,42	15.887.193,09
Central Bank of Malta	6.800.732,32	4.694.065,65	5.747.398,98
De Nederlandsche Bank	429.156.339,12	296.216.339,12	362.686.339,12
Oesterreichische Nationalbank	208.939.587,70	144.216.254,37	176.577.921,04
Banco de Portugal	188.354.459,65	130.007.792,98	159.181.126,31
Banka Slovenije	35.381.025,10	24.421.025,10	29.901.025,10
Národná banka Slovenska	74.614.363,76	51.501.030,43	63.057.697,10
Suomen Pankki – Finlands Bank	134.927.820,48	93.131.153,81	114.029.487,14
Subtotal del grupo de BCN pertenecientes a la zona del euro	7.529.282.289,35	5.184.359.697,03	6.363.107.289,36
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	93.467.026,77	3.505.013,50	3.505.013,50
Česká národní banka	155.728.161,57	5.839.806,06	5.839.806,06
Danmarks Nationalbank	159.634.278,39	5.986.285,44	5.986.285,44
Latvijas Banka	30.527.970,87	1.144.798,91	1.144.798,91
Lietuvos bankas	45.797.336,63	1.717.400,12	1.717.400,12
Magyar Nemzeti Bank	149.099.599,69	5.591.234,99	5.591.234,99
Narodowy Bank Polski	526.776.977,72	19.754.136,66	19.754.136,66
Banca Națională a României	265.196.278,46	9.944.860,44	9.944.860,44
Sveriges Riksbank	242.997.052,56	9.112.389,47	9.112.389,47
Bank of England	1.562.145.430,59	58.580.453,65	58.580.453,65
Subtotal del grupo de BCN no pertenecientes a la zona del euro	3.231.370.113,23	121.176.379,25	121.176.379,25
TOTAL (b)	10.760.652.402,58	5.305.536.076,26	6.484.283.668,61

a El 1 de enero de 2011 tuvo lugar la incorporación del Banco Central de Estonia al Eurosistema.

b 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 es de 893,56 millones de euros, equivalente al 8,3040% del capital del BCE. A 31 de diciembre de 2011, el capital desembolsado por el Banco de España ha alcanzado los 755,16 millones, tras el pago efectuado el 28 de diciembre de 2011.

En este epígrafe también se incluye la participación en el patrimonio neto del BCE. Su importe a 31 de diciembre de 2011, al igual que en 2010, asciende a 184,94 millones de euros, cantidad pagada en ejercicios anteriores por la participación del Banco de España en las reservas del BCE con motivo de aumentos de su clave de participación en el capital de dicha entidad. De esta forma, la participación del Banco de España en el capital del BCE es igual a 940,10 millones de euros.

b Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

Representan la deuda del BCE con el Banco de España por la transferencia a aquel de activos exteriores de reserva. La contrapartida de las reservas transferidas está denominada en euros y tiene un valor fijo desde el momento de su transferencia. Se remuneran

al tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, reducido en un 15 % para reflejar una remuneración nula para el componente de oro. 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 26.453,93 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 2010 (11.093,45 millones) se explica por la disminución de los billetes puestos en circulación por el Banco de España durante 2011 (-7,8 %), en contraposición al incremento registrado en el conjunto del Eurosistema (crecimiento del 5,8 %), 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 21 del balance).

10 OTROS ACTIVOS.
INMOVILIZADO MATERIAL
E INMATERIAL

El saldo de este epígrafe ascendía, al cierre del ejercicio, a 268,51 millones de euros, de los que 619,86 millones correspondían a su coste y 351,35 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

	2011	2010	Variación
INMOVILIZADO MATERIAL	496,25	485,85	10,40
Terrenos y solares	5,35	5,35	—
Edificios, construcciones y obras de remodelación	107,34	107,45	-0,12
Instalaciones	174,99	171,72	3,27
Mobiliario y enseres	37,64	37,19	0,45
Máquinas de oficina no informáticas	53,92	48,20	5,72
Equipos para procesos de información	58,97	58,59	0,38
Elementos de transporte	8,53	8,52	0,01
Fondo bibliográfico	5,42	5,59	-0,17
Otro inmovilizado material	4,99	4,31	0,68
Patrimonio histórico-artístico	39,11	38,93	0,18
INMOVILIZADO INMATERIAL	72,25	60,42	11,83
Aplicaciones informáticas	72,19	60,36	11,83
Propiedad industrial	0,06	0,06	—
INMOVILIZADO EN CURSO	51,37	46,90	4,47
Edificios, instalaciones y otras construcciones	16,44	24,45	-8,01
Aplicaciones informáticas Banco de España	15,21	19,24	-4,04
Aplicaciones informáticas del Eurosistema	19,29	—	19,29
Otro inmovilizado en curso	0,43	3,21	-2,78
TOTAL	619,86	593,17	26,69

En millones de euros

Amortización acumulada	2011	2010	Variación
INMOVILIZADO MATERIAL	-299,88	-294,35	-5,53
Edificios, construcciones y obras de remodelación	-36,32	-35,25	-1,07
Instalaciones	-134,01	-130,42	-3,59
Mobiliario y enseres	-27,17	-25,41	-1,76
Máquinas de oficina no informáticas	-42,53	-40,28	-2,25
Equipos para procesos de información	-45,67	-49,59	3,92
Elementos de transporte	-7,24	-6,84	-0,40
Fondo bibliográfico	-3,02	-2,89	-0,13
Otro inmovilizado material	-3,92	-3,67	-0,25
INMOVILIZADO INMATERIAL	-51,47	-44,21	-7,26
Aplicaciones informáticas	-51,41	-44,15	-7,26
Propiedad industrial	-0,06	-0,06	—
TOTAL	-351,35	-338,56	-12,79

El incremento del inmovilizado durante el año 2011 se ha debido, fundamentalmente, al aumento de las inversiones en el desarrollo de determinadas aplicaciones informáticas, a la adquisición de máquinas para el tratamiento de billetes y monedas, a los trabajos relacionados con el plan de integración eléctrica y a la renovación de los sistemas de detección de incendios en las sucursales. Este incremento ha sido parcialmente compensado con la venta de los edificios e instalaciones de las sucursales cerradas en 2011.

11 OTROS ACTIVOS. OTROS
ACTIVOS FINANCIEROS

En este epígrafe se incluyen inversiones financieras por importe de 46,76 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 0,42 millones de euros se debe al menor valor teórico contable de la mencionada sociedad.

12 OTROS ACTIVOS.
DIFERENCIAS POR
VALORACIÓN DE PARTIDAS
DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta deudora por operaciones a plazo y *swaps* con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es acreedora, como ocurre en este ejercicio, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «12.1» del pasivo (véase nota 23 del balance).

13 OTROS ACTIVOS. CUENTAS
DE PERIODIFICACIÓN
DEL ACTIVO Y GASTOS
ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 2.439,70 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

En millones de euros

	2011	2010	Variación
INTERESES DEVENGADOS EN LA ADQUISICIÓN DE VALORES E INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS PROCEDENTES DE VALORES	2.197,17	1.775,91	421,26
Cartera de negociación	777,61	584,13	193,48
Denominados en moneda extranjera	51,96	9,89	42,06
Denominados en euros	725,66	574,23	151,42
Cartera a vencimiento	792,22	859,56	-67,34
Denominados en moneda extranjera	49,68	44,68	5,00
Denominados en euros	742,54	814,88	-72,34
Cartera de política monetaria	627,34	332,22	295,11
OTROS INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS	238,41	112,01	126,41
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	51,50	41,23	10,28
De cuentas intra-Eurosistema por ajustes de billetes	87,11	38,86	48,24
De operaciones de política monetaria	95,33	27,14	68,19
De operaciones excepcionales de inyección de liquidez	1,20	—	1,20
De la posición en el FMI	3,21	3,75	-0,54
Otros	0,06	1,03	-0,97
COMISIONES A COBRAR NO VENCIDAS Y GASTOS ANTICIPADOS	4,12	3,47	0,64
TOTAL	2.439,70	1.891,39	548,31

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 (725,66 millones), a vencimiento (742,54 millones) y política monetaria (627,34 millones). En conjunto, estos intereses han experimentado un incremento con relación al año anterior de 421,26 millones. Por otro lado, los intereses devengados y no cobrados en operaciones de política monetaria han experimentado un importante aumento (68,19 millones de euros) debido al mayor volumen de operaciones vivas a fin de año. También han aumentado los intereses a cobrar procedentes de los activos de contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE, debido a la mayor rentabilidad media. Asimismo, han aumentado los intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema relacionados con el ajuste de billetes y la cuenta compensatoria como consecuencia del mayor saldo a remunerar y de la mayor rentabilidad media.

14 OTROS ACTIVOS. DIVERSOS

Los componentes más significativos de este epígrafe, cuyo importe total se eleva a 1.417,88 millones de euros, son el ingreso efectuado al Tesoro Público, el 1 de diciembre de 2011, de 1.220,03 millones de euros, equivalente al 70 % de los beneficios acumulados por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2011, 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 96,46 millones con relación al equivalente del ejercicio anterior, y los préstamos y anticipos concedidos a los empleados del Banco, cuyo saldo asciende a 185,58 millones, con una disminución de 1,68 millones de euros con respecto a 2010.

15 BILLETES EN CIRCULACIÓN

El saldo de billetes en circulación (97.024,85 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 asigna-

ción de billetes en euros en el Eurosistema (el 10,9185 % del total de los emitidos por todos los bancos centrales, que resulta de deducir de la clave de participación en el Eurosistema el 8 % del total correspondiente al BCE). Dicho saldo ha experimentado un incremento de 5.106,87 millones de euros respecto del año anterior, por el mayor volumen de billetes en euros en circulación en el Eurosistema.

16 DEPÓSITOS EN EUROS
MANTENIDOS POR
ENTIDADES DE CRÉDITO
DE LA ZONA DEL EURO
EN RELACIÓN CON
OPERACIONES DE POLÍTICA
MONETARIA

El saldo del conjunto de los diferentes tipos de depósitos que mantienen las entidades de crédito en el Banco de España ascendía a 50.933,71 millones de euros al cierre del ejercicio de 2011, experimentando un incremento respecto al ejercicio anterior de 23.969,67 millones. Este aumento se ha debido fundamentalmente al incremento registrado en la facilidad de depósito y depósitos a plazo, compensado en parte por la disminución del saldo de las cuentas corrientes de las entidades (incluidas las reservas mínimas).

Su desglose, así como los importes en ambos ejercicios, se reflejan en el siguiente cuadro:

En millones de euros

Tipo de pasivo	2011	2010	Variación
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	14.561,25	19.950,00	-5.388,75
Facilidad de depósito	33.335,00	6.997,50	26.337,50
Depósitos a plazo	3.000,00	—	3.000,00
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	37,46	16,53	20,93
TOTAL	50.933,71	26.964,03	23.969,67

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 5.388,75 millones. En cuanto a su saldo medio, igualmente ha disminuido durante el ejercicio, pasando de 25.383,94 millones en 2010 a 23.591,06 millones en 2011.

El epígrafe «Facilidad de depósito», que recoge los depósitos constituidos a un día y que se remuneran a un tipo de interés establecido de antemano (notablemente inferior al tipo de interés de las operaciones principales de financiación), ha experimentado un aumento, pasando de 6.997,50 millones en 2010 a 33.335,00 millones en 2011. No obstante, si lo que se analiza es el saldo medio, se observa una disminución (6.153,64 millones en 2011, frente a 9.393,71 millones en el ejercicio anterior).

Por lo que respecta a los depósitos a plazo fijo, su saldo a 31 de diciembre de 2011 es igual a 3.000,00 millones de euros. Se trata de operaciones de ajuste (drenaje de liquidez) instrumentadas mediante depósitos. A lo largo de 2011, en el Eurosistema se efectuaron 64 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 2011, 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 37,46 millones de euros (16,53 millones en 2010).

17 DEPÓSITOS EN EUROS
DE OTROS RESIDENTES
EN LA ZONA DEL EURO.—
ADMINISTRACIONES
PÚBLICAS

Se recogen en este epígrafe los depósitos que mantienen las Administraciones Públicas en el Banco de España. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 5.425,69 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros

	2011	2010	Variación
Administración Central (Estado)	2.096,91	3.633,00	-1.536,08
Tesoro Público.—Cuenta corriente	225,04	300,01	
Otras Administraciones de la Administración Central del Estado y similares	1.871,87	3.332,98	
Administraciones Territoriales	153,66	355,48	-201,82
Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares	152,70	351,16	
Administración Local	0,96	4,32	
Administraciones de Seguridad Social	3.175,12	5.348,15	-2.173,03
Del Sistema de Seguridad Social	3.174,20	5.347,19	
Otras	0,93	0,96	
TOTAL	5.425,69	9.336,63	-3.910,94

La reducción de este epígrafe (3.910,94 millones de euros) se debió a los menores saldos mantenidos por las Administraciones de la Seguridad Social (2.173,03 millones en comparación con 2010), por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), incluido dentro de «Otras cuentas de la Administración Central del Estado y similares» (1.447,85 millones), y, en menor medida, por el Tesoro Público y las Administraciones Territoriales.

18 DEPÓSITOS EN EUROS
DE OTROS RESIDENTES
EN LA ZONA DEL EURO.—
OTROS PASIVOS

Recoge las cuentas corrientes de otras instituciones financieras que no son entidades de crédito, tales como el Fondo de Garantía de Depósitos, 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 2011 era de 144,35 millones de euros, y su disminución en 7,76 millones de euros respecto al cierre de 2010 se debió, fundamentalmente, al descenso de los saldos de las cuentas corrientes de Organismos Públicos del Estado.

19 PASIVOS EN EUROS
CON NO RESIDENTES
EN LA ZONA DEL EURO

Recoge esencialmente los saldos de las cuentas en euros abiertas a organismos internacionales, autoridades monetarias no pertenecientes al Eurosistema y bancos centrales a los que se prestan servicios de gestión de reservas. Su saldo, 380,75 millones de euros, experimentó una reducción respecto del ejercicio anterior de 19,40 millones, por la disminución de los depósitos de los bancos centrales a los que se les prestan servicios de gestión de reservas, compensada en parte por el incremento de los depósitos de organismos internacionales y autoridades monetarias no pertenecientes al Eurosistema.

20 CONTRAPARTIDA
DE LOS DERECHOS
ESPECIALES DE GIRO
ASIGNADOS POR EL FMI

Con un importe de 3.355,46 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 83,41 millones de euros respecto del año anterior, debido a la variación del tipo de cambio.

21 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA	<p>Esta rúbrica, que a 31 de diciembre de 2011 presenta un saldo de 174.826,42 millones de euros, se compone de los dos epígrafes que se citan a continuación:</p>
a Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema	<p>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.</p>
b Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)	<p>Su saldo a 31 de diciembre de 2011, 174.826,42 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.</p> <p>Con respecto al primer componente, el saldo al cierre del ejercicio de las transferencias realizadas a través de TARGET2 es acreedor, ascendiendo a 174.978,70 millones, mientras que las cuentas de corresponsalía presentan un saldo deudor de 0,13 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.</p> <p>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 74,78 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).</p> <p>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 2011, el Consejo ha acordado no repartir los ingresos obtenidos de los valores adquiridos conforme al programa para el mercado de valores y repartir solo una parte de los ingresos correspondientes al señoreaje de los billetes en euros. Su saldo a 31.12.2011 es de 77,38 millones (véase «Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones» en la nota 7 de la cuenta de resultados).</p>
22 PARTIDAS EN CURSO DE LIQUIDACIÓN	<p>Recoge diversas partidas que, a 31 de diciembre de 2011, se encuentran en curso de liquidación, tales como órdenes de transferencia pendientes de ejecución o transferencias expedidas a entidades de depósito pendientes de reembolso.</p> <p>De los 240,47 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica al cierre del ejercicio 2011, 188,72 millones corresponden a transferencias que se expiden para cuentas abiertas en otras entidades, estando pendiente de realizar su abono a las mismas, y 50,82 millones a transferencias recibidas de la Plataforma TARGET2 pendientes de tramitación.</p>

23 OTROS PASIVOS.
DIFERENCIAS POR
VALORACIÓN DE PARTIDAS
DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta acreedora por operaciones a plazo y *swaps* con divisas, valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es deudora, se registra bajo el mismo título en el epígrafe 11.4 del activo. Su saldo acreedor al final del presente ejercicio, de 110,92 millones de euros, es el valor neto de las operaciones *swaps* vivas a esa fecha, que se muestran a continuación:

Operación	Posición	Clase de moneda	2011		2010	
			Importe en divisas (millones)	Cambio de mercado	Contravalor en millones de euros	Contravalor en millones de euros
SWAP	DEUDORA	EUR	4.139,80	1,0000	4.139,80	2.888,29
		USD	—	1,2939	—	—
	ACREEDORA	EUR	—	1,0000	—	—
		USD	5.500,00	1,2939	4.250,71	2.918,72
POSICIÓN NETA					110,92	30,43

A fin de ejercicio, únicamente se encuentran pendientes de vencimiento operaciones *swaps* de euros contra dólares USA realizadas al amparo de los acuerdos de cooperación para la provisión de liquidez (línea *swap*) con la Reserva Federal.

Con respecto a estas operaciones excepcionales de inyección de liquidez instrumentadas a través de *swaps*, 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. La vigencia de estas líneas *swap* se ha prolongado posteriormente hasta el 1 de febrero de 2013.

24 OTROS PASIVOS. CUENTAS
DE PERIODIFICACIÓN
DEL PASIVO E INGRESOS
ANTICIPADOS

Este epígrafe recoge los intereses y gastos a pagar no vencidos y los ingresos anticipados.

A 31 de diciembre de 2011, su saldo asciende a 161,00 millones de euros, siendo la partida más significativa la de intereses a pagar no vencidos (159,89 millones de euros). El incremento experimentado por esta partida en 2011 (85,65 millones) es consecuencia, esencialmente, de los mayores intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema por operaciones TARGET2 (97,37 millones). Este incremento queda compensado, en parte, con la disminución en los intereses a pagar por las reservas mínimas mantenidas por las entidades de crédito (7,36 millones) y por la remuneración de las cuentas del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (5,02 millones).

25 OTROS PASIVOS.—
DIVERSOS

Recoge otras cuentas pasivas que no tienen cabida en los apartados anteriores.

A 31 de diciembre de 2011, su saldo era de 234,32 millones (45,48 millones más que en 2010), siendo las partidas más relevantes de este epígrafe las correspondientes a «Efectivos inmovilizados por normativa comunitaria procedentes de deuda pública anotada. Amortizaciones e intereses» (112,60 millones), «Mutualidad de empleados del Banco de España.—Aportaciones a pagar» (20,39 millones) y «Acreedores varios y partidas pendientes de aplicación. Por gastos de funcionamiento devengados» (23,17 millones). Su variación más significativa está relacionada con la primera de las partidas mencionadas relacionada con el cumplimiento del artículo 215 del Tratado de Funcionamiento de la Unión

Europea y el Reglamento (UE) n.º 204/2011, del Consejo, de 2 de marzo, habida cuenta de la situación de Libia.

26 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

	2011	2010	Variación
Para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés	4.666,01	3.957,27	708,74
Para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	577,68	786,25	-208,56
Para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria del Eurosistema	102,80	239,07	-136,27
Para la cobertura del riesgo operacional patrimonial	24,50	22,86	1,64
Para la cobertura del riesgo de crédito	870,96	336,20	534,76
Para el canje de billetes en pesetas retirados	36,49	50,46	-13,97
Para pagos a prejubilados y jubilados	27,98	25,85	2,13
Para socorro por fallecimiento y jubilación	58,26	59,70	-1,44
Para riesgos y gastos diversos	0,53	1,15	-0,62
TOTAL	6.365,20	5.478,81	886,39

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 2011 asciende a 4.666,01 millones de euros, 708,74 millones más que en 2010 (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 su sesión de 22 de febrero de 2012, ajustó, de acuerdo con las condiciones de mercado, la metodología de cálculo de la provisión para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés, acordando, entre otros aspectos, la base de cálculo, así como los porcentajes de cobertura que se deben aplicar tanto para riesgos por tipo de cambio como por tipo de interés de cada una de las carteras.

Provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares

El acuerdo firmado en 2007 con la Administración General del Estado por el que el Tesoro puede solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de dichos créditos, abonando el efectivo correspondiente a su valor de mercado en lugar de su valor nominal, llevó a que en dicho ejercicio se creara una provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de los créditos singulares, con objeto de cubrir las pérdidas eventuales que pondría de manifiesto la amortización anticipada de los mencionados créditos (recogidos en el epígrafe 8 del activo; véase nota 8 del balance), determinándose

su saldo por la diferencia entre el valor nominal y el valor actual de mercado de los mismos. A 31 de diciembre de 2011, su saldo ascendía a 577,68 millones de euros, con una disminución de 208,56 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. El Consejo de Gobierno del BCE, en su sesión de 1 de febrero de 2012, ha revisado la adecuación del volumen de esta provisión con efectos a 30 de diciembre de 2011 y ha decidido reducirla de 2.207 millones a 949 millones de euros. Como consecuencia de ello, al Banco de España le corresponde una provisión de 102,80 millones, por lo cual se ha liberado parte de la misma por valor de 136,27 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, que ha sido revisada por la Comisión Ejecutiva, en su sesión del 22 de febrero de 2012, se ha procedido a dotar en 2011 la mencionada provisión por 534,76 millones de euros, alcanzando un saldo a fin de ejercicio de 870,96 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. Utilizando dicha metodología, que ha sido ajustada en 2011, y una vez efectuado en este ejercicio el oportuno análisis sobre la adecuación de su importe, se ha decidido incrementarla en 1,64 millones, alcanzando un saldo de 24,50 millones de euros.

Provisión para el canje de billetes en pesetas, retirados de la circulación con motivo de la introducción del euro

Es la más importante de las dos provisiones constituidas para el canje de billetes en pesetas retirados. Se dotó inicialmente en 2005 con objeto de atender al canje de los billetes en pesetas retirados con motivo de la introducción del euro que se presentaran en el Banco de España. Al mismo tiempo, el Consejo de Ministros acordó que, en caso de que el volumen de billetes presentados al canje superara la cuantía de la provisión dotada en ese momento, el Banco de España debía hacer frente al exceso con cargo a sus reservas.

En noviembre de 2010, la provisión quedó sin saldo, procediéndose, según lo anterior y por acuerdo de la Comisión Ejecutiva, a dotarla nuevamente por importe de 50 millones (provisión para un período aproximado de cinco años), utilizándose las reservas del Banco de España constituidas con la retención de los beneficios del año 2005. A fin de ejercicio esta provisión presentaba un saldo de 34,51 millones, lo que supone una disminución de 13,81 millones respecto del ejercicio anterior.

Otras provisiones

En este ejercicio ha tenido lugar un incremento en la provisión para pagos a prejubilados y jubilados (2,13 millones) debido fundamentalmente a la cobertura de pagos que se han

de realizar en los próximos años por las prejubilaciones pactadas por el Banco de España con sus empleados en julio de 2011, con motivo del cierre de siete de sus sucursales.

27 CUENTAS
DE REVALORIZACIÓN

Esta rúbrica incluye las revalorizaciones procedentes de plusvalías no realizadas en activos y pasivos financieros valorados a precios y tipos de cambio de mercado a fin de año. Su detalle es el siguiente:

En millones de euros

Clase de cuenta	2011	2010	Variación
Oro	10.166,75	8.705,06	1.461,69
Divisas	1.535,85	468,33	1.067,52
Valores (cartera de negociación)	292,43	83,73	208,70
Emitidos en moneda extranjera por no residentes en la zona del euro	57,07	40,79	16,27
Emitidos en euros por residentes en la zona del euro	235,36	42,94	192,42
Otros	17,04	17,47	-0,43
TOTAL	12.012,07	9.274,59	2.737,48

Las cuentas de revalorización presentan un saldo a fin de 2011 de 12.012,07 millones de euros, con un aumento de 2.737,48 millones respecto a 2010. La variación más importante ha tenido lugar en el oro, cuyas plusvalías no realizadas aumentaron 1.461,69 millones como consecuencia del aumento de su precio de mercado (ha pasado de 1.055,42 euros el 31 de diciembre de 2010 a 1.216,86 euros por onza el 31 de diciembre de 2011). Su saldo a 31 de diciembre de 2011 es de 10.166,75 millones.

En relación con los valores de renta fija de la cartera de negociación, se ha producido un incremento en las plusvalías no realizadas, correspondiente fundamentalmente a los valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro (192,42 millones), fruto de la variación del precio de los mismos debido a la evolución de los tipos de interés.

Por lo que respecta a las cuentas de revalorización por tipo de cambio de las divisas, las plusvalías no realizadas han aumentado 1.067,52 millones, debido fundamentalmente a la apreciación del tipo de cambio del dólar USA y del DEG frente al euro (1.003,66 millones y 64,14 millones, respectivamente).

28 CAPITAL

A 31 de diciembre de 2011, el capital del Banco de España asciende a 1.000 millones de euros, sin variación en el ejercicio. De este importe, 1,37 millones proceden de lo previsto en el Decreto Ley 18/1962, de 7 de junio, y 998,63 millones, de la ampliación de capital efectuada en 2006 mediante la retención de parte de los beneficios del ejercicio 2005.

29 RESERVAS

A 31 de diciembre de 2011, las reservas del Banco de España ascienden a 950 millones de euros, sin variación respecto del ejercicio anterior. Se incluyen en este epígrafe, por un lado, el importe del capital, reservas y resultados derivados de la integración, en 1973, del extinto Instituto Español de Moneda Extranjera en el Banco de España (3,17 millones) y, por otro, la parte de los beneficios de 2005 y 2006 aplicada a reservas que fueron autorizadas por el Consejo de Ministros, respectivamente, el 28 de julio de 2006 y el 29 de junio de 2007.

30 BENEFICIO DEL EJERCICIO

El beneficio neto del ejercicio 2011, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (7,22 millones de euros), ha ascendido a 2.400,13 millones de euros, inferior

en un 6,6 % al de 2010. Del citado importe, 1.220,03 millones fueron ingresados en el Tesoro el 1 de diciembre de 2011, 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 2010:

- a) El día 1 de marzo de 2011, 996,51 millones de euros, para alcanzar, junto con el ingreso realizado en diciembre de 2010, el 90 % de los beneficios de dicho año, que ascendieron a 2.570,00 millones de euros.
- b) El día 12 de agosto de 2011, una vez aprobados por el Consejo de Ministros el balance y la cuenta de resultados del año 2010, 257,00 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2011 y las causas de su variación frente a los de 2010 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:

En millones de euros

1 INGRESOS POR INTERESES

	Ingresos por intereses		
	2011	2010	Variación
MONEDA EXTRANJERA	245,08	285,15	-40,07
Valores	207,73	266,38	-58,65
Depósitos y otros activos	21,29	14,49	6,80
Operaciones <i>swap</i> , a plazo y otras	16,06	4,28	11,78
EUROS	5.028,85	4.165,42	863,43
Valores	3.789,79	2.978,79	811,00
Operaciones de política monetaria	913,88	1.006,76	-92,88
Cuentas intra-Eurosistema	321,25	160,19	161,07
Activo contrapartida de las reservas transferidas al BCE	51,50	41,23	10,28
Activos relacionados con la asignación de billetes	269,69	118,96	150,73
Saldo neto deudor de otras cuentas intra-Eurosistema	0,06	—	0,05
Otros activos	3,94	19,68	-15,75
TOTAL	5.273,93	4.450,57	823,37

Los ingresos por intereses han experimentado un aumento de 823,37 millones en el ejercicio 2011 respecto a 2010. El mencionado incremento es resultado, principalmente, de un aumento de 863,43 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 (40,07 millones).

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera (245,08 millones de euros), 207,73 millones proceden de los valores de renta fija en dólares USA; 21,29 millones, de depósitos y otros activos; 14,68 millones de operaciones *swap*, a plazo y otras, y 1,38 millones, 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 disminuido en 58,65 millones de euros; los correspondientes a depósitos y otros activos se han incrementado en 6,80 millones, y los de las operaciones *swap*, a plazo y otras han aumentado en 11,78

millones de euros, de los cuales 1,36 millones corresponden a operaciones excepcionales de inyección de liquidez. Por su parte, la rentabilidad media de la inversión en moneda extranjera ha sido del 1,6 % en 2011, frente al 2,2 % en 2010.

Los ingresos por intereses en euros (5.028,85 millones) proceden, fundamentalmente, de las carteras de valores (3.789,79 millones, con un incremento de 811,00 millones), de las operaciones de política monetaria (913,88 millones, con una reducción de 92,88 millones) y de las cuentas intra-Eurosistema (321,25 millones, con un aumento de 161,07 millones).

Respecto a la variación experimentada frente al ejercicio anterior, la causa principal que explica el incremento de los ingresos en euros en 863,43 millones es la mayor rentabilidad media obtenida este ejercicio (ha pasado del 2,0 % en 2010 al 2,6 % en 2011), compensada en parte con un descenso del saldo medio de los activos mencionados (ha pasado de 202.799,46 millones de euros en 2010 a 191.792,48 millones en 2011).

En concreto, si se analiza la inversión media realizada, destaca el importante descenso registrado en las operaciones de política monetaria (71.064,16 millones en 2011 frente a 99.291,50 millones en 2010), derivado de la menor financiación solicitada por las entidades financieras españolas al BCE. Por otra parte, los activos relacionados con la asignación de billetes han aumentado, pasando de 11.732,79 millones en 2010 a 20.942,03 millones en 2011, como consecuencia de la evolución de los billetes puestos en circulación (-7,8 % en España, frente al 5,8 % en el conjunto del Eurosistema). Por lo que respecta a la inversión en valores, ha registrado un incremento de 8.007,35 millones (9,2 %), básicamente en la cartera de política monetaria (ha continuado el programa para los mercados de valores, comenzando en noviembre las compras de la cartera del segundo programa de adquisición de bonos garantizados) y en la cartera de negociación.

2 GASTOS POR INTERESES

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación, con el detalle siguiente:

En millones de euros

	Gastos por intereses		
	2011	2010	Variación
MONEDA EXTRANJERA	19,43	10,02	9,41
Operaciones <i>swap</i> , a plazo y otras	6,63	0,54	6,09
Otros pasivos	12,80	9,48	3,32
EUROS	1.322,01	1.030,37	291,64
Remuneración de las reservas mínimas	297,60	256,30	41,31
Facilidad de depósito	35,47	23,81	11,66
Depósitos a plazo fijo	4,41	8,64	-4,23
Variación en el valor de las garantías	1,19	0,43	0,75
Depósitos de Administraciones Públicas	70,97	122,86	-51,89
Saldo neto acreedor de otras cuentas intra-Eurosistema	910,37	617,49	292,88
Otros pasivos en euros	2,01	0,85	1,16
TOTAL	1.341,45	1.040,39	301,06

En conjunto, los gastos por intereses han aumentado en 301,06 millones de euros en 2011, como consecuencia de un aumento tanto de los correspondientes a pasivos denominados en euros (291,64 millones) como de los gastos por intereses en moneda extranjera (9,41 millones de euros).

De los gastos por intereses en euros (1.322,01 millones de euros), 910,37 millones corresponden a la remuneración de otras cuentas intra-Eurosistema (TARGET2); 297,60 millones, a la remuneración de las reservas mínimas; 70,97 millones, a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas; 35,47 millones, a la remuneración de la facilidad de depósito, y el resto, a depósitos a plazo fijo y otros pasivos en euros.

El aumento registrado en los gastos en euros (291,64 millones de euros) ha sido consecuencia, fundamentalmente, del mayor coste medio al que se han remunerado los mencionados pasivos, que ha pasado de 0,9 % en 2010 a 1,2 % en este ejercicio, compensado en parte por el menor saldo medio de los pasivos (108.905,29 millones de euros en 2011, frente a 119.475,45 millones en 2010).

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 292,88 millones de euros debido a que su saldo medio ha aumentado considerablemente respecto al de 2010, pasando de 60.903,05 millones a 70.706,62 millones en 2011, así como por el incremento del coste medio (ha pasado del 1,0 % en 2010 al 1,3 % en 2011).

Por su parte, los gastos por intereses en moneda extranjera (19,43 millones de euros) corresponden en su mayor parte a los DEG asignados (12,80 millones), a operaciones a plazo (5,25 millones) y a operaciones excepcionales de inyección de liquidez (1,38 millones).

3 GANANCIAS/PÉRDIDAS
REALIZADAS PROCEDENTES
DE OPERACIONES
FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio 2011, las ganancias netas por este concepto han ascendido a 101,29 millones de euros, procedentes de las siguientes fuentes:

En millones de euros

	2011	2010	Variación
MONEDA EXTRANJERA	54,14	47,45	6,70
Venta de oro	—	—	—
Venta de divisas (por tipo de cambio)	5,29	31,39	-26,10
Venta de valores (por precio)	52,97	14,85	38,12
Otras ganancias/pérdidas	-4,12	1,20	-5,32
EUROS	47,15	318,59	-271,45
Venta de valores (por precio)	47,15	318,59	-271,45
TOTAL	101,29	366,04	-264,75

Con respecto al ejercicio anterior, el importe total registrado en 2011 ha disminuido en 264,75 millones, debido a las menores ganancias en venta de valores de renta fija denominados en euros (271,45 millones) y en venta de divisas, fundamentalmente en dólares USA (15,28 millones) y DEG (9,46 millones), compensado parcialmente por los mayores beneficios en venta de valores denominados en dólares USA (38,12 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

	2011	2010	Variación
MONEDA EXTRANJERA	4,47	2,97	1,50
En divisas (por tipo de cambio)	—	0,05	-0,05
En valores (por precio)	4,46	2,92	1,54
EUROS	463,14	790,92	-327,78
En valores (por precio)	463,14	790,92	-327,78
TOTAL	467,61	793,89	-326,28

Las minusvalías no realizadas registradas en el ejercicio 2011 han ascendido a 467,61 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 (463,14 millones). Con respecto a 2010, las minusvalías no realizadas han disminuido en 326,28 millones de euros, de los cuales 327,78 millones corresponden a menores minusvalías en valores de renta fija denominados en euros y 1,54 millones al incremento de minusvalías no realizadas en valores de renta fija denominados en dólares USA.

5 DOTACIONES Y EXCESOS DE PROVISIÓN POR RIESGOS DE TIPO DE CAMBIO, PRECIO Y CRÉDITO

En millones de euros

Descripción	2011	2010	Variación
Dotación de provisión	-1.711,11	-1.109,75	-601,36
Riesgo de tipo de cambio y de tipo de interés	-1.176,35	-942,46	-233,89
Riesgo de crédito	-534,76	-167,29	-367,47
Aplicación de provisión por riesgo de tipo de cambio y de tipo de interés	467,61	793,89	-326,28
Dotación/exceso de provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	162,15	-92,10	254,26
TOTAL	-1.081,34	-407,96	-673,39

Recoge, por un lado, la aplicación a su finalidad por 467,61 millones de euros de la provisión por riesgos de tipo de cambio y tipo de interés para cubrir las minusvalías registradas a fin de 2011 y, por otro lado, la dotación a la misma de 1.176,35 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 22 de febrero de 2012.

Este epígrafe incluye también la dotación a la provisión para la cobertura de riesgo de crédito, que en este ejercicio ha ascendido a 534,76 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 2011 una variación positiva de 254,26 millones respecto a 2010, debido a que en este ejercicio se han recuperado 162,15 millones, lo que se deriva del ajuste de las variaciones del valor de mercado de dichos activos, frente a la dotación de 92,10 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

	2011	2010	Variación
1 Ingresos por honorarios y comisiones	17,57	20,07	-2,51
Operaciones exteriores	0,01	0,03	-0,01
Operaciones interiores	17,56	20,05	-2,49
2 Gastos por honorarios y comisiones	10,68	11,12	-0,44
Operaciones exteriores	3,18	3,06	0,12
Operaciones interiores	7,50	8,06	-0,56
INGRESOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES (1 - 2)	6,89	8,95	-2,06

Los ingresos netos por honorarios y comisiones registrados en 2011 (6,89 millones de euros) han sido inferiores a los registrados en 2010 en 2,06 millones. Esta variación está relacionada, básicamente, con los menores ingresos por honorarios obtenidos por operaciones con valores. Estos menores ingresos se han visto compensados parcialmente por los menores gastos por comisiones pagadas por operaciones con valores.

7 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Esta rúbrica incluye la participación del Banco de España en los beneficios ordinarios, 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 (109,64 millones de euros), 77,38 millones proceden del dividendo del BCE por el señoreaje de sus billetes; 20,33 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 3,14 millones, a la participación en organismos internacionales (Banco de Pagos Internacionales).

En 2011, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido no distribuir entre los BCN del Eurosistema parte de los ingresos correspondientes al señoreaje de sus billetes, ni tampoco los ingresos 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 2011 ha disminuido en 81,40 millones de euros, básicamente por el menor dividendo ordinario distribuido por el BCE este ejercicio, correspondiente al año anterior (154,11 millones de euros), compensado parcialmente por el pago en 2011 de parte del dividendo del BCE derivado del señoreaje (77,38 millones correspondieron al Banco de España, frente a la ausencia de dividendo en 2010).

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 2011 y 2010:

En millones de euros

	2011	2010	Variación
Ingresos monetarios puestos en común	-1.791,49	-1.177,53	-613,96
Ingresos monetarios asignados	1.866,27	1.235,58	630,69
Dotación a la provisión por operaciones de política monetaria y pérdidas del BCE	136,27	195,42	-59,15
TOTAL	211,05	253,47	-42,42

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 2011, que ascienden a 1.791,49 millones de euros, y los asignados, que ascienden a 1.867,04 millones de euros, equivale a una asignación neta de 75,55 millones de euros. De dicha asignación neta hay que deducir 0,77 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). En comparación con 2010, se ha producido una variación neta positiva de estos resultados de 16,73 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 1 de febrero de 2012, los importes correspondientes a cada BCN. De acuerdo con ello, el Banco de España ha procedido a liberar parte de la provisión constituida (136,27 millones, de un total de 239,07 millones), lo que ha supuesto una disminución del resultado de 59,15 millones (en 2010 se liberaron 195,42 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

	2011	2010	Variación
Resultados extraordinarios	40,09	0,35	39,74
Mutualidad de Empleados	-7,98	-13,14	5,17
Diversos	8,11	1,23	6,89
TOTAL	40,23	-11,56	51,79

Como puede observarse, este epígrafe ha registrado un beneficio neto de 40,23 millones, 51,79 millones más que en el ejercicio anterior, fundamentalmente por los beneficios obtenidos por la venta de los edificios de las sucursales cerradas en 2011 por un importe de 33,41 millones de euros, por los importes recibidos por la participación del Banco de España en el desarrollo de proyectos del Eurosistema (7,00 millones) y por la reducción del principal de la deuda con la Mutualidad de Empleados, que ha generado 5,17 millones menos en gastos.

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

	2011	2010	Variación	(%)
Gastos brutos de personal	232,51	230,86	1,65	0,7
Haberes y emolumentos	170,21	174,12	-3,91	-2,2
Cuotas seguros sociales	32,06	32,27	-0,21	-0,6
Acción social	23,42	18,01	5,41	30,0
Plan de Pensiones	6,82	6,46	0,36	5,5
Recuperación de gastos de personal por activación de aplicaciones informáticas	-1,61	-2,47	0,85	-34,5
TOTAL	230,90	228,40	2,50	1,1

Su importe ha pasado de 228,40 millones de euros en 2010 a 230,90 millones en 2011, con un incremento de 2,50 millones de euros (1,1 %). El motivo principal que explica este aumento es la dotación de la provisión para riesgos y gastos por los pagos a prejubilados y jubilados ocasionados por el cierre de sucursales en 2011 (6,25 millones de euros), compensado en parte por los menores gastos en contrataciones temporales (1,03 millones), así como por la reducción salarial derivada de la aplicación desde junio de 2010 del Real Decreto Ley 8/2010, de medidas extraordinarias para la reducción del déficit público.

En el cuadro siguiente se detalla la evolución de la plantilla, que incluye el personal contratado, en términos del número medio de empleados:

	2011	2010	Variación	%
Número medio de personas empleadas	2.704,8	2.733,2	-28,4	-1,0
Grupo directivo	1.633,7	1.617,1	16,6	1,0
Grupo administrativo	879,7	917,6	-37,9	-4,1
Resto	191,4	198,6	-7,2	-3,6

A 31 de diciembre de 2011, la plantilla total del Banco ascendía a 2.686 empleados, con un descenso de 23 efectivos respecto a la misma fecha del año anterior. En cuanto a la composición de la plantilla por sexos, a 31 de diciembre de 2011, el porcentaje de mujeres alcanza el 40,5 % del total de la plantilla del Banco.

Por lo que se refiere al régimen de retribuciones de los miembros de los órganos de gobierno, lo fija el ministro de Economía y Competitividad de acuerdo con lo establecido

en la Ley de Autonomía del Banco de España. El gobernador ha percibido en 2011 un salario anual bruto de 176.000 euros, incluyendo antigüedad y ayuda familiar; el subgobernador ha percibido por los mismos conceptos un total de 199.000 euros. Los miembros no natos del Consejo de Gobierno perciben un salario anual bruto de 52.000 euros; en caso de que pertenezcan a la Comisión Ejecutiva, el salario anual bruto es de 65.000 euros.

Además de lo anterior, los miembros de los órganos de gobierno, de acuerdo con su adscripción particular, perciben cantidades iguales en concepto de dietas por asistencia a las sesiones de dichos órganos, fijadas en 1.026 euros por sesión del Consejo de Gobierno y 492 euros por sesión de la Comisión Ejecutiva.

11 GASTOS EN BIENES Y SERVICIOS

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como por los servicios diversos recibidos durante el ejercicio, según el siguiente detalle:

En millones de euros y porcentaje

	2011	2010	Variación	%
Gastos brutos en bienes y servicios	122,29	123,44	-1,15	-0,9
Alquileres y mantenimientos	32,26	33,03	-0,77	-2,3
Materiales y suministros	11,62	11,10	0,52	4,7
Servicios externos	61,97	62,76	-0,79	-1,3
Formación, promoción y selección	3,86	4,02	-0,15	-3,8
Gastos diversos de funcionamiento	12,58	12,53	0,04	0,3
Recuperación de gastos en bienes y servicios por activación de aplicaciones informáticas	-5,68	-5,61	-0,07	1,3
TOTAL	116,61	117,83	-1,22	-1,0

Como puede observarse en el cuadro anterior, en 2011 los gastos más relevantes han sido los de servicios externos (61,97 millones de euros), principalmente por la contratación de servicios informáticos (37,24 millones de euros), y los de alquileres y mantenimientos (32,26 millones), cuyas partidas más importantes han sido alquiler y mantenimiento de equipos y programas informáticos (15,76 millones) y de inmuebles (11,36 millones).

En 2011, se han registrado unos menores gastos en bienes y servicios (1,22 millones de euros). Este descenso está motivado fundamentalmente por la disminución de los gastos en servicios externos (0,79 millones) y en alquileres y mantenimientos (0,77 millones).

Dentro de «Servicios externos» se incluyen 142.173,18 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos, Deloitte, SL, por la realización, en 2011, de trabajos de auditoría sobre cuentas anuales del Banco, así como sobre determinados aspectos de la gestión, por parte del Banco de España, de las reservas del Banco Central Europeo, por solicitud del auditor externo de dicha institución, siendo este el único servicio prestado por el auditor al Banco. Durante el ejercicio, no se han recibido servicios de otras empresas vinculadas al auditor ni, por tanto, se ha satisfecho cantidad alguna.

12 AMORTIZACIÓN DEL INMOVILIZADO

Recoge el gasto por la depreciación estimada en los activos fijos del Banco, con el siguiente detalle:

En millones de euros y porcentaje

	2011	2010	Variación	%
Amortización de edificios, construcciones y obras de remodelación	2,58	2,33	0,25	10,9
Amortización de instalaciones	9,89	8,32	1,57	18,9
Amortización de mobiliario y enseres	2,11	2,07	0,05	2,3
Amortización de máquinas de oficina no informáticas	2,48	1,98	0,49	24,9
Amortización de equipos para procesos de información	6,22	5,18	1,04	20,1
Amortización de elementos de transporte	0,52	0,71	-0,20	-27,8
Amortización de otro inmovilizado material	0,29	0,30	-0,02	-5,1
Amortización del fondo bibliográfico	0,53	0,54	-0,01	-2,3
Amortización de aplicaciones informáticas	7,25	5,90	1,35	22,9
TOTAL	31,86	27,34	4,53	16,6

13 COSTES DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Su importe (54,71 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-Real Casa de la Moneda. La disminución respecto al ejercicio anterior (7,00 millones de euros) se ha debido a que, en 2011, ha descendido el volumen comprado de billetes de 50 €, 20 € y 5 €, así como el coste unitario de los billetes de 50 € y 5 €, permaneciendo constante el coste de los billetes de 20 €. Por otra parte, en 2011 ha tenido lugar la producción piloto de billetes de 5 € de la serie 2, que ha supuesto un gasto de 2,99 millones de euros.

14 DOTACIONES Y APLICACIONES A OTROS FONDOS Y PROVISIONES

El saldo neto de la dotación y aplicación a otros fondos y provisiones en 2011 ha ascendido a 15,53 millones de euros, frente a 7,73 millones en 2010. Este aumento (7,81 millones) se deriva, fundamentalmente, de la dotación a la provisión para riesgos y gastos por jubilación anticipada y otros compromisos sociales con pensionistas (5,38 millones de euros), así como de 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 1,61 millones de euros. Este epígrafe recoge también la dotación y aplicación de la provisión para la cobertura del riesgo operacional patrimonial, que en 2011 se ha utilizado para cubrir las pérdidas por riesgo operacional (0,02 millones), y que se ha dotado por un importe de 1,66 millones de euros, para que su saldo alcance el nivel acordado de 24,50 millones. Por su parte, la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales ha ascendido a 7,22 millones (25,96 millones dotados en 2010).

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 2011, que se efectuó el pasado 1 de diciembre de 2011, fue de 1.220,03 millones de euros¹³.

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 696,35 millones de euros. Por tanto, de la cifra de resultados del Banco de España a 30 de septiembre, que ascendía a 2.439,26 millones, se dedujo dicho importe, resultando un beneficio de 1.742,90 millones; se le ingresó al Tesoro el 70 % del mismo.

Una vez cerrado el ejercicio, teniendo en cuenta que el beneficio provisional asciende a 2.400,13 millones de euros y que el 90 % de los beneficios supone 2.160,12 millones de euros, el ingreso que se efectuó al Tesoro el 1 de marzo de 2012 ascendió a 940,09 millones de euros.

A continuación se detallan las entregas al Tesoro Público correspondientes a los beneficios de 2011:

En millones de euros

1 Beneficios totales del ejercicio 2011	2.400,13
2 Ingresos efectuados al Tesoro Público	2.160,12
El 1.12.2011	1.220,03
El 1.3.2012, por la diferencia con el importe anterior, para alcanzar el 90% de los beneficios a 31.12.2011	940,09
3 Beneficios pendientes de ingreso en el Tesoro Público	240,01
Cuando se aprueben las cuentas de 2011	240,01

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 2011	1.000,00	950,00	9.274,59	1.253,51	5.478,81	17.956,91
1 Plusvalías netas no reconocidas en pérdidas y ganancias			2.737,48			2.737,48
En oro			1.461,69			1.461,69
En divisas			1.067,52			1.067,52
En valores			208,70			208,70
Otras			-0,43			-0,43
2 Resultado neto del ejercicio 2011				2.400,13		2.400,13
3 Variación de las provisiones					886,39	886,39
4 Aplicación de resultados				-2.473,54		-2.473,54
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2010				-1.253,51		-1.253,51
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2011				-1.220,03		-1.220,03
B) CAMBIOS OCURRIDOS EN EL EJERCICIO	—	—	2.737,48	-73,41	886,39	3.550,47
B = 1 + 2 + 3 + 4						
C) SALDOS AL FINAL DEL EJERCICIO 2011	1.000,00	950,00	12.012,07	1.180,10	6.365,20	21.507,38
C = A + B						

Las variaciones reflejadas en este cuadro ya se han explicado en las notas del balance y de la cuenta de resultados que hacen referencia a las provisiones (nota 26 del balance), cuentas de revalorización (nota 27 del balance), capital (nota 28 del balance), reservas (nota 29 del balance) y beneficio del ejercicio (nota 30 del balance y nota 15 de la cuenta de resultados).

4 INFORMACIÓN ESPECÍFICA REQUERIDA POR EL ARTÍCULO 4.2 DE LA LEY DE AUTONOMÍA DEL BANCO DE ESPAÑA, DE 1 DE JUNIO DE 1994

4.1 Aportación efectuada por el Banco al Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito

Con fecha de 15 de octubre de 2011, entró en vigor el Real Decreto Ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y se declara la disolución de los tres fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito existentes hasta entonces. La aportación del Banco de España al Fondo de Garantía de Depósitos continúa regulada por el artículo 3 del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, donde las referencias a los fondos disueltos se entenderán realizadas al nuevo Fondo.

El Real Decreto 2606/1996 estableció que el Fondo de Garantía de Depósitos solo excepcionalmente «podrá nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2011, el Banco de España no hizo aportación alguna a este Fondo.

4.2 Lucro cesante

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 2011, 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 2011	Tipo de interés percibido (%)	Tipo de interés de referencia (%)	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	3.502,91	—	1,25	43,79
Préstamos para vivienda y anticipos a empleados	40,69	0,12	1,25	0,46
Préstamos para vivienda	6,76	0,75	1,25	0,03
Anticipos reintegrables	33,92	—	1,25	0,42
TOTAL	3.543,60	—	1,25	44,24

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 2011 se pagaron dos cuo-

tas 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 2011 el Tesoro abonó al Banco de España la cantidad de 537,06 millones de euros, precio efectivo de mercado de la deuda amortizada en esa fecha.

ANEJOS

1 INFORME EMITIDO POR LOS AUDITORES EXTERNOS

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 2011, 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 significativas en las cuentas anuales, ya sea por fraude o error. Al evaluar estos riesgos, el auditor tiene en cuenta el sistema de control interno aplicable a la preparación y adecuada presentación de las cuentas anuales por parte de la entidad con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados dadas las circunstancias, y no con el fin de expresar una opinión sobre la eficacia del sistema de control interno de la entidad. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la adecuación de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la entidad, así como la evaluación de la presentación global de las cuentas anuales. Consideramos que las evidencias que hemos obtenido son suficientes y adecuadas para ofrecer una base sobre la que formular nuestra opinión de auditoría.

Opinión

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2011 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 2011 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha, de conformidad con las normas y los principios contables internos del Banco de España, que se indican en la Nota 3.1. de la memoria explicativa adjunta, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

DELOITTE, S.L.



Miguel Ángel Bailón

24 de mayo de 2012

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.

2 INFORME DE LA COMISIÓN DE AUDITORÍA DEL BANCO DE ESPAÑA

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. Ángel Luis López Roa, D.^a 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 2011.

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 2011, 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 2011, 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 2011 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 8 de mayo de 2012.



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 2011 y el primer trimestre de 2012.

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 2011 y marzo de 2012, especificando la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín Económico* donde fueron comentadas.

16.4.2012.

1 PRINCIPALES NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO ADOPTADAS DESDE ENERO DE 2011 HASTA MARZO DE 2012

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 publica el calendario de subastas para 2011 y el mes de enero de 2012.

En general, se mantuvieron los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes. Por tanto, se continuó emitiendo mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas) y mediante otros procedimientos. Además, se mantuvo 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 consideraran 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 subastaron 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 pasó de tener periodicidad trimestral a mensual, con la finalidad de poder adaptar la emisión a las preferencias del mercado.

La Orden entró en vigor el 13 de enero de 2011, y las resoluciones, el 30 y el 29 de enero de 2011, respectivamente.

EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN (ESI): 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 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) se introducen diversos cambios en el cálculo de las exigencias de recursos propios por riesgo operacional; 4) 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; 5) 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 observe un deterioro significativo de los recursos propios computables o una dificultad para la recuperación de los mismos; 6) se hace una serie de precisiones en los requerimientos de

recursos propios por gastos de estructura, y 7) se añaden nuevas exclusiones en los límites a los grandes riesgos.

La Circular entró en vigor el 26 de enero de 2011.

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, tras la entrada en vigor de la norma, las entidades de crédito deben 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 de marzo), definió el 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.

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 se condiciona a la elaboración por la entidad de un plan de recapitalización, que debe 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.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 20 de febrero de 2011, y la Circular lo hizo el 6 de marzo de ese año.

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: 1) la actualización de 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, y 2) la distinción específica entre las operaciones comerciales entre empresas particulares y 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 fijan la fecha o el plazo de pago, el acreedor tiene 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 segundas, no 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 en ciertos supuestos.

La Directiva entró en vigor el 15 de marzo de 2011.

MARZO 2011

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) 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 obliga a las sociedades anónimas cotizadas a hacer público, junto con el informe anual de gobierno corporativo, un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros, que incluirá un resumen de la política de retribuciones durante el ejercicio; 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 a la concesión responsable de préstamos y créditos a los consumidores; 5) se incluyen medidas de reforma de los mercados de seguros y fondos de pensiones; entre otras, la mejora de la regulación aplicable a los comercializadores de planes de pensiones, el 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.

La Ley entró en vigor el 6 de marzo de 2011, salvo ciertas disposiciones concernientes a los seguros privados, que lo harán a partir del 1 de enero de 2013.

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.

La Orden entró en vigor el 26 de marzo de 2011.

TARGET2: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA. — Se publicó la *Orientación BCE/2011/2, de 17 de marzo* (DOUE del 1 de abril), que modifica 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 que cautelarmente el Consejo de Gobierno del BCE pueda facilitar crédito a un día por medio de TARGET2 a ciertas entidades de contrapartida central que carecen de licencia de entidad de crédito. Para ello, deberán cumplir ciertas condiciones; entre ellas, que presten servicios de compensación y liquidación y que, además, estén autorizadas para actuar como entidades de contrapartida central conforme a la legislación interna o a la legislación de la Unión Europea.

Finalmente, se aprovecha para aclarar la remuneración de las cuentas de fondos de garantía que las entidades de contrapartida central (ECC) deben mantener en virtud de las normas reguladoras establecidas. Dichos fondos se remunerarán al tipo de las operaciones principales de financiación menos 15 puntos básicos, mientras que en los demás casos se remunerarán al tipo de depósito.

La Orientación entró en vigor el 3 de abril de 2011 y se aplicó a partir del 11 de ese mes.

ADQUISICIÓN DE BILLETES EN EUROS: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA. — Se publicó la *Orientación BCE/2011/3, de 18 de marzo* (DOUE del 1 de abril), por la que se modifica la *Orientación BCE/2004/18, de 16 de septiembre*, sobre la adquisición de billetes en euros, con el fin de dar cumplimiento a los postulados de esta norma, que preceptuaba la revisión de esta última Orientación para comienzos de 2008 y cada dos años a partir de entonces. A partir de la entrada en vigor de la norma, el Consejo de Gobierno del BCE decidió retrasar del 1 de enero de 2012 al 1 de enero de 2014 la aplicación del procedimiento único de licitación del Eurosistema para la producción de los billetes en euros.

La Orientación entró en vigor el 20 de marzo de 2011.

ABRIL 2011

RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS Y FONDOS DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA. — Se publicó la *Ley 6/2011, de 11 de abril* (BOE del 12), que modificó la *Ley 13/1985, de 25 de mayo*, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de informa-

ción de los intermediarios financieros; la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas. Posteriormente, se publicó el *Real Decreto 771/2011, de 3 de junio* (BOE del 4), que modificó el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre el FGD de las entidades de crédito.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados:

TITULIZACIÓN

La Ley 6/2011 introduce la obligación para las entidades de crédito y para las ESI de cumplir con determinados requisitos para permitirles la exposición a posiciones de titulización, así como para iniciarla. Dichos requisitos, que están detallados en el Real Decreto 771/2011, establecen que una entidad de crédito que no sea originadora, patrocinadora o acreedora original solamente podrá exponerse al riesgo de crédito de una posición de titulización en su cartera de negociación o fuera de ella si la entidad originadora, patrocinadora o acreedora original ha informado de manera explícita a la entidad de crédito de que se dispone a retener, de manera constante, un interés económico neto significativo, que, en cualquier caso, no podrá ser inferior al 5 %. No obstante, existen ciertas excepciones a la aplicación de esta normativa. Además, se establece una serie de obligaciones de seguimiento e información de las entidades que invierten en instrumentos de titulización.

MODIFICACIÓN DE LOS REQUISITOS PARA LA COMPUTABILIDAD DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES COMO RECURSOS PROPIOS

Con el fin de adecuar el régimen jurídico de las participaciones preferentes de las entidades de crédito a los requerimientos internacionales, se introducen ciertas novedades; entre ellas, se reseñan las siguientes: 1) no podrán contemplar incentivos a la amortización anticipada, y se deberá fijar la remuneración que tendrán derecho a percibir sus tenedores, manteniéndose condicionada a la existencia de beneficios o reservas distribuíbles; 2) se establece la facultad del consejo de administración, u órgano equivalente, de la entidad de crédito emisora o matriz para cancelar, discrecionalmente, cuando lo considere necesario, el pago de la remuneración durante un período ilimitado, sin efecto acumulativo, así como la cancelación del pago si la entidad de crédito emisora o matriz, o su grupo o subgrupo consolidable, no cumple con los requerimientos de recursos propios exigibles, y 3) se establece un mecanismo que asegure la participación de sus tenedores en la absorción de las pérdidas corrientes o futuras de la entidad emisora o dominante, que deberá consignarse con suficiente claridad, y que no menoscabe eventuales procesos de recapitalización.

MODIFICACIÓN DE LOS LÍMITES A LOS GRANDES RIESGOS

Desaparece el límite anterior de que el conjunto de los grandes riesgos no podía superar el 800 % de los recursos propios de la entidad de crédito, así como ciertas excepciones a los límites establecidos en la normativa anterior.

MODIFICACIÓN DE LA POLÍTICA DE GESTIÓN DEL RIESGO DE LIQUIDEZ

Se introduce un cambio sustancial en la política de gestión de riesgos de las entidades de crédito y, en concreto, del riesgo de liquidez. El Banco de España efectuará periódicamente una evaluación de la gestión global de este riesgo y promoverá el desarrollo de sólidas metodologías internas. En sus evaluaciones, tomará en consideración el papel desempeñado por las entidades de crédito en los mercados financieros. El Banco de España detallará la forma y el procedimiento con que llevará a cabo tales evaluaciones. Finalmente, las entidades de crédito ajustarán sus estrategias, políticas internas y límites en relación con el riesgo de liquidez y elaborarán planes de emergencia efectivos, atendiendo a los resultados de los escenarios alternativos que elaboren.

POLÍTICAS DE REMUNERACIÓN
DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

En consonancia con la transposición de la Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre, las entidades de crédito deberán aplicar ciertos requisitos en materia de remuneraciones a las categorías de empleados cuyas actividades profesionales inciden de manera significativa en su perfil de riesgo, a nivel de grupo, sociedad matriz y filial. Entre otros requisitos, deberá existir una compatibilidad de la política de remuneración con una gestión adecuada y eficaz del riesgo, sin ofrecer incentivos para asumir riesgos que rebasen el nivel de riesgo tolerado por la entidad de crédito.

REFORZAMIENTO
DE LAS COMPETENCIAS DE
LOS SUPERVISORES
Y LA COOPERACIÓN
ENTRE ELLOS

La Ley introduce varias medidas en esta dirección, como son la obligación del Banco de España y de la CNMV de tener en cuenta las repercusiones de sus decisiones sobre la estabilidad financiera de otros Estados miembros, la regulación de los colegios de supervisores y de las decisiones conjuntas en el marco de la supervisión de grupos transfronterizos, y la posibilidad de declarar sucursales como significativas. Además, se introducen nuevas competencias en materia de supervisión y obligaciones adicionales a los organismos supervisores (Banco de España y CNMV).

MODIFICACIÓN
DE LA NORMATIVA DE
LOS FONDOS DE GARANTÍA
DE DEPÓSITOS

El Real Decreto 771/2011, además de introducir las novedades de la Ley 6/2011 en el Real Decreto 216/2008, modificó el Real Decreto 2606/1996 para establecer un nuevo régimen de contribuciones adicionales a estos fondos basado en la remuneración de los propios depósitos. En concreto, los importes de los depósitos cuya remuneración pactada exceda los límites que se detallan en la norma se ponderarán en un 500 % (es decir, un 400 % por encima de la ponderación que determinaría su potencial inclusión en dicha base) a los efectos del cálculo de las aportaciones de las entidades de crédito adheridas a los correspondientes FGD.

Posteriormente, la *CBE 3/2011, de 30 de junio* (BOE del 2 de julio), sobre aportaciones adicionales a los FGD, desarrolló técnicamente la aplicación de los nuevos preceptos introducidos por el Real Decreto 771/2011. Concretamente, estableció dos tipos de normas: unas, dedicadas a identificar qué debe entenderse por remuneración de un depósito ante diferentes supuestos prácticos, y otras, orientadas a regular elementos instrumentales del cálculo de la aportación adicional.

La Ley 6/2011 entró en vigor el 13 de abril de 2011, el Real Decreto 771/2011 lo hizo el 5 de junio de ese año (excepto las salvedades establecidas para los regímenes transitorios establecidos en la norma) y, finalmente, la entrada en vigor de la *CBE 3/2011* fue el 4 de julio de 2011.

SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Ley 7/2011, de 11 de abril* (BOE del 12), por la que se modifican la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores, y el Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

Su finalidad es la transposición de la Directiva 2009/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009, por la que se modifican la Directiva 98/26/CE, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y la Directiva 2002/47/CE, sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito; en especial, para dar reconocimiento a los llamados «sistemas interoperables» y extenderles las normas sobre la firmeza de las liquidaciones de las órdenes de transferencia que se cursen a través de dichos sistemas. Se reseñan a continuación las más significativas.

En lo referente al Real Decreto Ley 5/2005, se incluyen los derechos de crédito como parte de las garantías que pueden utilizarse en el ámbito de las operaciones financieras. No obstante, no podrán ser objeto de garantía financiera los derechos de crédito en los que el deudor sea un consumidor, una pequeña empresa o una microempresa, salvo en el caso de que el beneficiario o el prestador de la garantía sean determinadas entidades reseñadas en el Real Decreto Ley 5/2005.

Finalmente, se modifica la Ley 22/2007, de 11 de julio, de comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores. En concreto, se exige el consentimiento previo del consumidor para que un proveedor pueda utilizar como técnica de comunicación a distancia sistemas automáticos de llamada sin intervención humana o mensajes de fax.

La Ley entró en vigor el 1 de julio de 2011, salvo la modificación de la Ley 22/2007, que lo hizo el 13 de abril de ese año.

FUSIONES DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS: NORMATIVA COMUNITARIA. — Se publicó la *Directiva 2011/35/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de abril* (DOUE del 29), relativa a las fusiones de las sociedades anónimas, con el fin de coordinar en los Estados miembros la protección de los intereses de los socios y de terceros en los casos de fusiones.

En el caso de fusión por absorción, se establece la obligación de presentar un proyecto de fusión, debiendo ser objeto de publicidad por parte de cada una de las sociedades que se fusionen del modo que establece la norma. Además, uno o varios peritos independientes designados o reconocidos por una autoridad judicial o administrativa examinarán el proyecto de fusión y elaborarán un informe escrito destinado a los accionistas.

Respecto a la protección de los acreedores de las sociedades que se fusionan, las legislaciones de los Estados miembros deberán prever un sistema de protección adecuado de sus intereses para las deudas nacidas con anterioridad a la publicación del proyecto de fusión y aún no vencidas en el momento de dicha publicación. Con este fin, deberán tener derecho a obtener garantías adecuadas cuando la situación financiera de las sociedades que se fusionen haga necesaria dicha protección.

Finalmente, los Estados miembros deberán garantizar que los acreedores estén autorizados para dirigirse a la autoridad administrativa o judicial competente a fin de obtener las garantías adecuadas, siempre que puedan demostrar, de forma convincente, que, debido a la fusión, la satisfacción de sus derechos está en juego y que no han obtenido las garantías adecuadas de la sociedad.

La Directiva entró en vigor el 1 de julio de 2011.

MAYO 2011

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO COMUNITARIO Y APLICACIÓN A NUESTRO ORDENAMIENTO JURÍDICO. — Se publicaron el *Reglamento 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo* (DOUE del 31), por el que se modifica el Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, sobre las agencias de calificación crediticia (ACC), y la *Ley 15/2011, de 16 de junio* (BOE del 17), por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, sobre las ACC.

MODIFICACIÓN
DEL REGLAMENTO
COMUNITARIO

La principal novedad es la atribución a la nueva Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados (AEVM) de la mayoría de las responsabilidades, como alta y baja del registro, y la supervisión permanente de las ACC conjuntamente con las que realice la autoridad competente del Estado miembro de origen de la ACC, mientras que antes tales facultades estaban distribuidas entre el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV) y, en su caso, la autoridad competente de dicho Estado miembro. En general, cabe reseñar, en relación con la normativa anterior, la reducción de los plazos para examinar la solicitud de registro de una ACC por parte de la AEVM.

Por otro lado, la AEVM queda facultada para que pueda exigir, bien a las ACC, bien a las personas que participan en las actividades de calificación, bien a las entidades calificadas o a terceros vinculados, bien a los terceros a los que las ACC hayan subcontratado funciones o actividades operativas, y a aquellas personas que, de diversa manera, guarden una relación estrecha y sustancial con esas ACC, que le proporcionen cuanta información sea necesaria para desempeñar sus funciones.

APLICACIÓN DE LA NORMATIVA
COMUNITARIA

El principal objetivo de la Ley 15/2011 es el establecimiento de la obligación de que determinadas entidades financieras utilicen las calificaciones emitidas por las ACC. Además, se realizan los ajustes necesarios en la normativa de dichas entidades para que los respectivos supervisores nacionales colaboren con la AEVM.

Desde el punto de vista de la solvencia, la utilización por parte de las entidades de crédito o de las ESI de calificaciones externas de crédito requerirá que estas hayan sido emitidas o refrendadas por una ACC establecida en la Unión Europea y registrada, conforme a lo dispuesto en el Reglamento 1060/2009. Si se trata de calificaciones de entidades establecidas o de instrumentos financieros emitidos fuera de la Unión Europea, deberán haber sido emitidas por una ACC establecida en un Estado no miembro que haya obtenido una certificación equivalente conforme al Reglamento 1060/2009.

Se requerirá, además, que la ACC sea reconocida por el Banco de España o, en su caso, por la CNMV, de acuerdo con los criterios que establezcan para ello y valorando, en todo caso, la objetividad, independencia, transparencia y continua revisión de la metodología aplicada, así como la credibilidad y aceptación en el mercado de las calificaciones de crédito realizadas por dicha ACC. Finalmente, quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción a cargo de la CNMV, establecido en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

El Reglamento y la Ley entraron en vigor el 1 de junio y el 18 de junio de 2011, respectivamente.

JUNIO 2011

INFORMACIÓN DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC) EXTRANJERAS INSCRITAS EN LA CNMV: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Circular 2/2011, de 9 de junio* (BOE del 26), de la CNMV, que sustituye y deroga a la *Circular 2/2006, de 27 de junio*, de la CNMV, sobre información de las IIC extranjeras inscritas en los registros de la CNMV. La Circular introduce en nuestro ordenamiento los últimos preceptos de la normativa comunitaria, que entró en vigor el pasado 1 de julio.

El nuevo procedimiento de notificación supone que las IIC deberán presentar la documentación pertinente ante la autoridad competente del Estado miembro de origen. Entre dicha documentación se encuentra el escrito de notificación, que contiene, por un lado, los datos de la identificación de la entidad encargada de representar a la IIC ante la CNMV y, por

otro, la información sobre las disposiciones previstas para la comercialización de la IIC en el Estado de acogida. En este sentido, la Circular determina la información específica que la IIC extranjera debe incluir en el escrito de notificación, estableciéndose un modelo normalizado de memoria de comercialización.

Por otra parte, se establece la obligación por parte de la entidad designada de mantener actualizada, por vía telemática, determinada información de la IIC extranjera. Finalmente, se modifican las obligaciones de remisión de documentación de la IIC a la CNMV y se introducen determinados ajustes en las obligaciones de información a inversores, se elimina el requisito de la inscripción en el Registro de la CNMV de compartimentos y se amplía el contenido de la comunicación que se ha de efectuar a la CNMV.

La Circular entró en vigor el 1 de julio de 2011.

CATEGORÍAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN FUNCIÓN DE SU VOCACIÓN INVERSORA: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Circular 3/2011, de 9 de junio* (BOE del 27), de la CNMV, que modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV, sobre las categorías de IIC en función de su vocación inversora.

A efectos de la definición de las categorías de IIC, se modifican los tipos relacionados con los fondos cotizados que pasan a ser IIC cotizadas, para englobar a las SICAV índice cotizadas, creadas por el Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, 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 importantes son: 1) la modificación del cálculo de los porcentajes de inversión que definen las distintas vocaciones inversoras, teniendo en cuenta la exposición total de la IIC (antes se tomaba como base de cálculo el patrimonio de la IIC), y 2) los nuevos supuestos para la determinación de la vocación inversora.

La Circular entró en vigor el 27 de agosto de 2011.

CONTRATOS DE CRÉDITO AL CONSUMO: NUEVA NORMATIVA.—Se publicó la *Ley 16/2011, de 24 de junio* (BOE del 25), de contratos de crédito al consumo, que tiene por objeto incorporar a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2008/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril, relativa a los contratos de crédito al consumo, al tiempo que deroga la Ley 7/1995, de 23 de marzo, de crédito al consumo.

Las novedades más importantes son, entre otras: 1) la información básica que ha de figurar en la publicidad, en las comunicaciones comerciales y en los anuncios de ofertas; 2) la información precontractual sobre la que el prestamista y, en su caso, el intermediario de crédito han de informar al consumidor antes de asumir esta cualquier obligación en virtud de un contrato u oferta de crédito; 3) la obligación del prestamista de evaluar la solvencia del prestatario con carácter previo a la celebración del contrato de crédito, para lo cual podrá servirse de la información obtenida por sus propios medios y de la facilitada por el consumidor, incluida la consulta de determinadas bases de datos, y 4) la definición de una nueva fórmula matemática para el cálculo de la tasa anual equivalente, de forma que sea comparable en todos los Estados de la Unión Europea.

La Ley entró en vigor el 25 de septiembre de 2011.

EL SISTEMA DE INFORMACIÓN SOBRE BILLETES EN EUROS.—Se publicó la *Orientación BCE/2011/9, de 30 de junio* (DOUE del 23 de agosto), que modifica la Orientación

BCE/2008/8, de 11 de septiembre. El BCE activará la transmisión diaria de datos (recopilación de datos sobre billetes en euros transmitidos diariamente) en cualquiera de los siguientes casos: 1) si más de un banco central nacional (BCN) informa al BCE de una evolución inhabitual del ciclo del efectivo y si es probable que al menos uno de estos BCN solicite una transferencia especial de billetes en euros en grandes cantidades; 2) si los datos transmitidos mensualmente indican que la emisión bruta de billetes en euros a nivel del Eurosistema excede ciertos umbrales aprobados por el Consejo de Gobierno, y 3) si el Comité de Billetes justifica la activación.

La Orientación entró vigor el 2 de julio de 2011.

DIRECTIVA RELATIVA A LOS GESTORES DE FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVOS. — Se publicó la *Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio* (DOUE del 1 de julio), relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (en adelante, GFIA), por la que se modifican las directivas 2003/41/CE, de 3 de junio, y 2009/65/CE, de 13 de julio, y los reglamentos 1060/2009, de 16 de septiembre, y 1095/2010, de 24 de noviembre.

La Directiva establece las normas aplicables en lo que se refiere a la autorización, el ejercicio de la actividad y la transparencia de los GFIA que gestionen y/o comercialicen fondos de inversión alternativos (FIA) en la Unión Europea (UE). Su objetivo es el establecimiento de un mercado interior para los GFIA con un marco armonizado y riguroso de regulación y supervisión de sus actividades en la UE, tanto los que tienen su domicilio social en un Estado miembro como los que lo tienen en un tercer país. A este respecto, la Directiva detalla las condiciones para la autorización de los GFIA, que será válida en todos los Estados miembros.

En función de su forma jurídica, los FIA pueden estar gestionados externa o internamente. En el primer caso, el gestor externo deberá ser un GFIA, que será el responsable de garantizar el cumplimiento de la Directiva. Si la forma jurídica del FIA permite una gestión interna y el órgano de gobierno del FIA decide no designar a un GFIA externo, el FIA deberá cumplir todos los requisitos establecidos en la Directiva para los GFIA. No obstante, dicho FIA no estará autorizado para desempeñar funciones de gestor externo de ningún otro FIA.

Por otro lado, se detalla, de manera exhaustiva, una serie de requisitos operativos para el adecuado desarrollo de su actividad, así como la designación de un único depositario para cada FIA, distinto de los GFIA.

Otros aspectos reseñables de la Directiva son las obligaciones de los GFIA que gestionan tipos específicos de FIA. En concreto, para los FIA apalancados se les imponen requisitos especiales de información en relación con el nivel general de apalancamiento utilizado. Por otro lado, se establece una serie de obligaciones de los GFIA gestores de FIA que adquieran el control de sociedades no cotizadas y de emisores.

Finalmente, se recogen las condiciones para el ejercicio de la actividad transfronteriza de los GFIA, y el régimen de sanciones aplicables en caso de infracciones por incumplimiento de lo dispuesto en la Directiva, que deberán ser efectivas, proporcionadas y disuasorias.

La Directiva entró en vigor el 21 de julio de 2011 y será aplicable a partir del 22 de julio de 2013, fecha límite para que los Estados miembros la incorporen en sus ordenamientos jurídicos.

ENTIDADES DE DINERO ELECTRÓNICO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Ley 21/2011, de 26 de julio* (BOE del 27), de dinero electrónico, que establece un nuevo marco regulador de las entidades de dinero electrónico (EDE) y de la emisión de dinero electrónico, como consecuencia de la transposición parcial de la Directiva 2009/110/CE, de 16 de septiembre, sobre el acceso a la actividad de las EDE y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las directivas 2005/60/CE, de 26 de octubre, y 2006/48/CE, de 14 de junio, y se deroga la Directiva 2000/46/CE, de 18 de septiembre, y de la experiencia acumulada de estos años.

Las novedades más reseñables son: 1) se matiza la definición de dinero electrónico; 2) se aborda el régimen de emisión y reembolso de dinero electrónico; 3) se introduce la reserva de actividad para emitir dinero electrónico en favor de una serie de entidades que se enumeran en la norma; 4) se establece un régimen jurídico más apropiado en relación con los riesgos que su actividad puede generar potencialmente, siendo la novedad más sustancial la pérdida de la condición de la categoría de entidad de crédito, dado que no pueden aceptar depósitos del público ni otorgar créditos con los fondos recibidos del público; 5) se reduce el capital inicial mínimo a 350.000 euros, desde el millón de euros anterior; 6) se eliminan las limitaciones a las inversiones vigentes de la normativa anterior, si bien persiste la necesidad de salvaguardar de manera adecuada los fondos recibidos a cambio del dinero electrónico emitido, y 6) se establece la posibilidad de que las EDE realicen otras actividades económicas, además de la emisión de dinero electrónico, que antes era su única actividad.

Finalmente, se regula la actividad transfronteriza de las EDE y se otorgan al Banco de España las funciones de supervisión de las EDE: control e inspección, colaboración con autoridades comunitarias, ejercicio de competencias sobre el régimen de participaciones significativas de estas entidades, etc.

La Ley entró en vigor el 28 de julio de 2011.

SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA DEL ESTADO: NUEVOS TITULARES DE CUENTA.—Se publicó la *Orden EHA/2288/2011, de 2 de agosto* (BOE del 18), por la que se modifica la Orden de 19 de mayo de 1987, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado.

El motivo de dicha modificación es prever el otorgamiento de la condición de titular de cuentas en la Central de Anotaciones de Deuda del Estado a los organismos públicos de la Administración General del Estado que no tenían esa condición. De este modo, los organismos que tengan o deseen adquirir deuda del Estado pueden llevar a cabo las operaciones en el mercado de deuda pública sin tener que actuar a través de un intermediario o entidad financiera. La participación en dicho mercado se desarrollará con sujeción a las normas de funcionamiento de dicho mercado y a las establecidas para la liquidación de efectivo en TARGET2-Banco de España.

La norma entró en vigor el 19 de agosto de 2011.

APOYO A LOS DEUDORES HIPOTECARIOS, CONTROL DEL GASTO PÚBLICO, CANCELACIÓN DE DEUDAS CONTRAÍDAS POR LAS ENTIDADES LOCALES Y OTRAS MEDIDAS.—Se publicó el *Real Decreto Ley 8/2011, de 1 de julio* (BOE del 7), de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas

con empresas y autónomos contraídas por las Entidades Locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.

En relación con los deudores hipotecarios, se reseñan las siguientes novedades: 1) se incrementa el umbral de inembargabilidad cuando el precio obtenido por la venta de la vivienda habitual hipotecada en un procedimiento de ejecución hipotecaria sea insuficiente para cubrir el crédito garantizado; 2) se eleva del 50 % al 60 % del valor de tasación del inmueble el importe por el que el acreedor puede pedir la adjudicación del mismo si en el acto de la subasta no hubiera ningún postor, independientemente de la cuantía de la deuda total; 3) se reduce del 30 % al 20 % el depósito exigido a los postores para participar en una subasta, a fin de facilitar la presencia de los mismos y la mejor adjudicación de los bienes hipotecados.

Más adelante se publicó la *Ley 37/2011, de 10 de octubre* (BOE del 11), de medidas de agilización procesal. Estas son de distinto signo: unas están encaminadas a garantizar derechos fundamentales de los ciudadanos, como ocurre en el caso del orden penal; otras, a optimizar la gestión procesal, suprimiendo trámites innecesarios o sustituyéndolos por otros más breves, y otras, orientadas a limitar el uso abusivo de instancias judiciales.

Las novedades más reseñables son: 1) la reducción del 60 % al 50 % del valor de tasación del inmueble del importe mínimo por el que el acreedor puede pedir la adjudicación del inmueble si en el acto de la subasta no hubiera ningún postor, o por la cantidad que se le deba por todos los conceptos, siempre que sea diferente de la vivienda habitual del deudor; 2) la extensión del sistema del juicio monitorio a los juicios de desahucio por falta de pago, así como la supresión del límite cuantitativo (antes el límite estaba establecido en 250.000 euros), equiparándolo de este modo al proceso monitorio europeo, con el fin de evitar limitaciones de acceso a este procedimiento, y 3) la exclusión del recurso de apelación en los juicios verbales por razón de la cuantía, cuando esta no supere los 3.000 euros.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 7 de julio de 2011, y la Ley, el 31 de octubre de ese año.

AGOSTO 2011

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE CONTABILIDAD Y ESTADÍSTICAS MONETARIAS.—Se publicaron el *Reglamento BCE/2011/12, del Banco Central Europeo, de 25 de agosto* (DOUE de 3 de septiembre), que modifica el Reglamento BCE/2008/32, del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM), y la *Orientación BCE/2011/13, del Banco Central Europeo, de 25 de agosto* (DOUE del 3 de septiembre), que modifica la Orientación BCE/2007/9, del Banco Central Europeo, de 1 de agosto, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros.

El Reglamento introduce dos novedades: por un lado, enumera las nuevas condiciones o criterios de determinación que los fondos del mercado monetario (FMM) deberán cumplir en su totalidad, algunos de los cuales ya se recogían en el Reglamento BCE/2008/32, y, por otro, excluye del grupo de IFM a las EDE, al dejar de tener la condición de entidades de crédito, pasando a clasificarse en la categoría de «otras IFM». Ello obliga a revisar determinadas disposiciones del Reglamento BCE/2008/32. Entre ellas, se suprime la exención de las obligaciones de información estadística de las EDE, que se concedía a las IFM de tamaño reducido, al dejar de pertenecer a esta categoría.

El Reglamento y la Orientación entraron en vigor el 23 de septiembre de 2011.

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA. — Se publicó la *Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre* (DOUE del 14 de diciembre), que, además de introducir ciertos cambios en la *Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, los unifica en un solo texto, procediendo a la derogación de esta última. También se publicó la *Resolución de 18 de octubre de 2011* (BOE del 27 de diciembre), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modifica la de 11 de diciembre de 1998, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, para adoptar las novedades de la *Orientación* antes citada.

Las novedades más relevantes son: 1) se precisa que todas las medidas discrecionales que el Banco de España adopte sobre el nivel de solvencia de los emisores, de los deudores, de los garantes o de las entidades de contrapartida, en orden a garantizar una gestión prudente del riesgo, se aplicarán y se calibrarán de acuerdo con los principios de proporcionalidad y no discriminación, y 2) se exigen los principios de proporcionalidad y no discriminación a la hora de que el Banco de España excluya, limite o suspenda a la entidad de contrapartida del acceso a las operaciones de política monetaria (operaciones de mercado abierto y facilidades permanentes), tanto sean por razones de prudencia como por un supuesto de incumplimiento.

La *Orientación* y la *Resolución* son aplicables desde el 1 de enero de 2012.

TARGET2: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA. — Se publicaron la *Orientación BCE/2011/15, de 15 de octubre* (DOUE del 26), que modifica 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), y la *Resolución de 15 de noviembre de 2011*, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modifica la de 20 de julio de 2007, por la que se aprueban las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-BE, con el fin de adaptarla a la *Orientación* antes citada.

El objetivo fundamental de la norma es el de incluir «motivos de prudencia» entre los criterios por los cuales un banco central nacional (BCN) rechazará las solicitudes de participación en TARGET2, así como entre los motivos para suspender o terminar la participación en TARGET2, sin necesidad de preaviso. También se añaden «motivos de prudencia» entre las causas de suspensión, limitación o terminación del acceso al crédito intradía a un participante, en cuyo caso el BCN lo notificará inmediatamente al BCE y a los otros BCN. Finalmente, se añaden nuevas obligaciones a los participantes en relación con medidas administrativas o restrictivas y a otras cuestiones afines.

La *Orientación* y la *Resolución* se aplicaron a partir del 21 de noviembre de 2011.

UNIFICACIÓN DE LOS FONDOS DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO. — Se publicó el *Real Decreto Ley 16/2011, de 14 de octubre* (BOE del 15), modificado por el *Real Decreto Ley 19/2011, de 2 de diciembre* (BOE del 3), por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, que sustituye a los tres fondos existentes. Tiene un doble objetivo: por un lado, la unificación de los fondos en un único Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, que mantiene las funciones y rasgos característicos de los que sustituye; en especial, la relativa a su doble naturaleza funcional: la garantía de los depósitos y la posibilidad de realizar actuaciones dirigidas a reforzar la solvencia y el funcionamiento de las entidades. Por otro, el fortalecimiento

de la segunda función indicada del sistema, ampliando las situaciones en las que el Fondo podrá ejecutar sus actuaciones.

En cuanto al primer objetivo, se regulan la creación y la subrogación del nuevo Fondo en todos los derechos y obligaciones de los anteriores, así como su régimen jurídico, su patrimonio y sus órganos de gobierno. En relación con su patrimonio, se incrementan las aportaciones anuales de las entidades de crédito adheridas a él, que suben del 2 ‰ al 3 ‰ de los depósitos a los que se extiende su garantía, en función de la tipología de las entidades de crédito. El régimen de aportaciones tendrá un carácter transitorio hasta el establecimiento de un sistema basado en el perfil del riesgo de cada entidad en el conjunto de la UE.

Respecto al segundo objetivo, se aumentan la capacidad y la flexibilidad de actuación del Fondo en materia de reforzamiento de capital de las entidades. Así, al supuesto antes previsto como base para la adopción por parte del Fondo de medidas preventivas y de saneamiento, se añade la capacidad de ejecutar similares medidas en caso de que se proceda a la reestructuración de una entidad de crédito o que se adopten medidas de apoyo financiero para el reforzamiento de sus recursos propios, todo ello en el marco del plan de actuación aprobado por el Banco de España.

Por último, se mantiene la vigencia del Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre Fondos de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, en lo que no se oponga a lo previsto en el Real Decreto Ley, hasta que el Gobierno apruebe la correspondiente norma de desarrollo del mismo.

El Real Decreto Ley 16/2011 entró en vigor el 15 de octubre de 2011, y el Real Decreto Ley 19/2011 lo hizo el 3 de diciembre de ese año.

TRANSPARENCIA Y PROTECCIÓN DEL CLIENTE DE SERVICIOS BANCARIOS: ACTUALIZACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre* (BOE del 29), de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, que deroga la Orden 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 de 5 de mayo de 1994, sobre transparencia de las condiciones financieras de los préstamos hipotecarios, y la Orden PRE/1019/2003, de 24 de abril, sobre transparencia de los precios de los servicios bancarios prestados mediante cajeros automáticos. Asimismo, modifica parcialmente la Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago.

Las novedades más importantes son: 1) la publicación por parte de las entidades de crédito de las comisiones y de los tipos de interés que habitualmente perciben por los servicios que prestan con mayor frecuencia, así como los gastos repercutidos en dichos servicios, con la novedad adicional de que se presentarán en un formato unificado que establecerá el Banco de España; 2) la actualización de la definición y del cálculo de la tasa anual equivalente (TAE), que iguala, sobre una base anual, el valor actual de todos los compromisos (disposiciones de crédito, reembolsos y gastos) existentes o futuros, asumidos por la entidad y por el cliente; 3) la obligación de las entidades de crédito de facilitar al cliente, de forma gratuita, determinada información precontractual para poder adoptar una decisión informada sobre un servicio bancario y comparar ofertas similares, y 4) la obligación de las entidades de crédito de facilitar gratuitamente al cliente, al menos con frecuencia mensual, el extracto de todos los movimientos producidos en su

cuenta corriente, si los hubiera, con información relativa a la fecha, el concepto y el importe de la operación.

En relación con los créditos y préstamos hipotecarios, se desarrolla una nueva normativa de transparencia en línea con la vigente Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo. Las novedades más relevantes son: 1) la «Guía de Acceso al Préstamo Hipotecario», que elaborará el Banco de España; 2) la «Ficha de Información Precontractual» (FIPRE), que las entidades de crédito deberán proporcionar, de forma gratuita, a los clientes que soliciten información sobre los créditos y préstamos hipotecarios que ofertan, y 3) la «Ficha de Información Personalizada» (FIPER), que facilitarán al cliente, igualmente de forma gratuita, una vez que haya entregado a la entidad la información contenida en la FIPRE tras haber obtenido de él la información que se precise sobre sus necesidades de financiación, su situación financiera y sus preferencias.

Finalmente, se regula el régimen de transparencia de la hipoteca inversa, y se regulan los tipos de interés oficiales, conforme a la habilitación incluida en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

La Orden entró en vigor, con ciertas salvedades, el 29 de abril de 2012.

RÉGIMEN SOBRE LAS TRANSACCIONES CON EL EXTERIOR: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA. — Se publicaron el *Real Decreto 1360/2011, de 7 de octubre* (BOE del 8), que modifica el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior, y la *Orden EHA/2670/2011, de 7 de octubre* (BOE del 8), que modifica la Orden de 27 de diciembre de 1991. Su objetivo es alinear la regulación española en esta materia a la vigente en la práctica totalidad de los Estados miembros, así como anticiparse a la próxima reforma del Reglamento 924/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, relativo a los pagos transfronterizos en la Comunidad.

Aparte de ciertas mejoras en los aspectos referidos a la acreditación de la condición de residente y no residente, el contenido principal de la reciente regulación es modificar el sistema de declaración a efectos estadísticos de las transacciones económicas con el exterior.

El sistema anterior establecía que las entidades debían identificar las operaciones que suponen un cobro o un pago exterior, exigiendo a los clientes datos para completar la información de las operaciones en que intervenían, así como remitir tal información al Banco de España. Con la nueva normativa se elimina la obligación de remitir aquella información de la que no dispongan de forma inmediata y automatizable. Por otro lado, se incorpora la obligación, para quienes realicen transacciones con el exterior, de suministrar la información que el Banco de España pueda requerirles. De esta manera, la información con fines estadísticos de estas operaciones se obtendrá a través de dos vías: la información automática suministrada por las entidades registradas, y la obtenida a partir de los datos que el Banco de España requiera de los que realicen actos, negocios, transacciones y operaciones con el exterior.

Por último, se mantiene, de forma transitoria, el sistema de declaración actual hasta el 31 de diciembre de 2013, sin perjuicio del cumplimiento de las nuevas obligaciones de información.

El Real Decreto y la Orden entraron en vigor el 1 de junio de 2012.

MERCADO DE VALORES: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA.—Se publicó la *Ley 32/2011, de 4 de octubre* (BOE del 5), que modifica la *Ley 24/1988, de 28 de julio*, del Mercado de Valores, que, entre otros aspectos, tiene por objeto la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores.

Las novedades más relevantes son: 1) se introduce la obligación de que Iberclear cuente, al menos, con un comité de auditoría, un comité de riesgos y un comité de nombramientos y remuneraciones; 2) se desarrolla un nuevo régimen regulatorio para las entidades de contrapartida central (ECC), de forma que, además de los requisitos establecidos para su autorización, se introducen otros nuevos, como la exigencia de un reglamento interno y, al igual que Iberclear, contar con un comité de auditoría, un comité de riesgos y un comité de nombramientos y remuneraciones; 3) se establece la obligación de que intervenga una ECC para las operaciones de renta variable negociadas de forma multilateral tanto en un mercado secundario oficial como en un sistema multilateral de negociación, y 4) se eliminan los mecanismos actuales de aseguramiento en la entrega en los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, y el actual sistema de control basado en las referencias de registro para la renta variable. En contrapartida, se introduce la unificación de los sistemas de registro por medio de saldos de la renta variable, la renta fija y la deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta, cuyo contenido se desarrollará reglamentariamente.

La Ley entró en vigor el 6 de octubre de 2011.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA.—Se publicó la *Ley 31/2011, de 4 de octubre* (BOE del 5), que modifica la *Ley 35/2003, de 4 de noviembre*, de instituciones de inversión colectiva (IIC) para adaptarla a la reciente normativa comunitaria.

Se resaltan las siguientes novedades: 1) se introducen ciertas mejoras técnicas y diversas precisiones en cuanto a los requisitos de acceso y ejercicio de la actividad de las IIC; 2) se establece el pasaporte comunitario para la gestión transfronteriza de los fondos de inversión, como prevé la Directiva 2009/65/CE; 3) se simplifica el régimen de comercialización transfronteriza dentro del ámbito de la UE; 4) se sustituye el folleto simplificado por un nuevo documento informativo, denominado «el documento con los datos fundamentales para el inversor»; 5) se fortalecen los mecanismos de cooperación, consulta, intercambio de información y secreto profesional entre las autoridades supervisoras competentes, de modo similar a lo establecido para las entidades de crédito; 6) se otorga la posibilidad de que las IIC puedan ceder en garantía parte de los activos incluidos en su patrimonio, mejorando así sus posibilidades de financiación, especialmente mediante acuerdos marco de compensación contractual, y 7) se permite a las SGIIC la posibilidad de comercializar acciones o participaciones de IIC, bien a través de agentes o apoderados, bien mediante entidades autorizadas para la prestación de servicios de inversión o a través de otras SGIIC.

La Ley entró en vigor el 6 de octubre de 2011.

REFORMA DE LA LEY CONCURSAL.—Se publicó la *Ley 38/2011, de 10 de octubre* (BOE del 11), de reforma de la *Ley 22/2003, de 9 de julio*, Concursal, que introduce una serie de modificaciones con el fin de corregir errores de enfoque detectados en la práctica, y de actualizar la normativa a la vista de la experiencia y de la aplicación de la misma. Las novedades más importantes son: 1) la apertura de vías alternativas que buscan el equilibrio entre la viabilidad de la empresa y la necesaria garantía judicial, el impulso de los medios

electrónicos, así como la simplificación y la agilización procesal; 2) la profundización en las alternativas al concurso, denominados «institutos preconcursales», ofreciendo a los concursados una solución más ágil y económica a sus crisis, a través de acuerdos de refinanciación con los acreedores, siempre que respondan a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad profesional o empresarial en el corto y medio plazo, y con anterioridad a la declaración del concurso, y 3) la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico del llamado «privilegio del dinero nuevo», que se concreta en considerar como créditos contra la masa el 50 % de los créditos que supongan nuevos ingresos al concursado y que hayan sido concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación con los acreedores, siendo los primeros en atenderse en caso de posterior liquidación de la entidad.

La Ley entró en vigor el 1 de enero de 2012.

NOVIEMBRE 2011

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE DETERMINACIÓN Y CONTROL DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS.— Se publicó la *CBE 4/2011, de 30 de noviembre* (BOE del 9 de diciembre), por la que se modifica la *CBE 3/2008, de 22 de mayo*, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos. La Circular termina la transposición de la normativa comunitaria vigente en materia de recursos propios. Además, se avanza en la adaptación de nuestra regulación prudencial a los nuevos criterios establecidos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en lo que se ha venido llamando «Basilea III».

Entre las novedades más relevantes, cabe reseñar las siguientes: 1) se precisa que las entidades de crédito no podrán crear en el momento de la emisión de acciones expectativa alguna de que el capital social será objeto de recompra, rescate o amortización; 2) se desarrolla el nuevo régimen jurídico de las participaciones preferentes, conforme a las novedades introducidas por el Real Decreto 771/2011; 3) se precisan las condiciones de las financiaciones subordinadas recibidas por la entidad de crédito como elemento integrante de los recursos propios; 4) se incluyen los instrumentos de deuda obligatoriamente convertibles, y los emitidos de acuerdo con lo previsto en la disposición transitoria tercera del Real Decreto Ley 2/2011, de 18 de febrero, sobre reforzamiento del sistema financiero, dentro de la composición de los recursos propios, siempre que cumplan ciertos requisitos, y 5) se introducen ciertas precisiones en las ponderaciones de riesgo de los bonos garantizados, que, en general, continuarán recibiendo una ponderación de riesgo en función de la que se asigne a los activos o exposiciones de riesgo que sirven de garantía a dichos bonos.

En relación con la titulización, se introducen dos novedades: 1) la figura de la retitulización, que es la titulización en la que el riesgo asociado a un conjunto de exposiciones subyacentes está dividido en tramos y, al menos, una de las exposiciones subyacentes es una posición en una titulización, y 2) los requerimientos adicionales de recursos propios por razón de negligencia u omisión de la diligencia debida de la entidad de crédito que se haya expuesto al riesgo de una posición de titulización. En este caso, la entidad aplicará, mientras concorra tal circunstancia, una ponderación de riesgo adicional proporcionada, no inferior al 250 % de la ponderación de riesgo, y aumentará progresivamente, con un límite máximo del 1.250 % con cada incumplimiento subsiguiente apreciado por el Banco de España.

Otra de las novedades es el cambio sustancial en la política de gestión del riesgo de liquidez. En este sentido, las entidades deberán ajustar sus estrategias y políticas internas en

relación con dicho riesgo, así como elaborar planes de emergencia efectivos, atendiendo un conjunto adecuado de horizontes temporales, incluido el intradía, con objeto de garantizar que las entidades de crédito mantengan un nivel apropiado de liquidez. Asimismo, adoptarán herramientas de reducción del riesgo de liquidez, en particular un sistema de límites y colchones de liquidez que permitan afrontar diversos escenarios de tensión, y una estructura de financiación y un acceso a fuentes de financiación adecuadamente diversificadas. Estas medidas se someterán a revisión periódicamente.

Finalmente, se desarrollan las nuevas políticas y prácticas de remuneración incorporadas en la normativa mediante el Real Decreto 771/2011 y se introducen otras para concluir la transposición de la Directiva 2010/76/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre.

Salvo puntuales excepciones, la Circular entró en vigor el 31 de diciembre de 2011.

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVADA.—Se publicó la *CBE 5/2011, de 30 de noviembre* (BOE del 9 de diciembre), que modifica la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

A partir de la entrada en vigor de esta norma, las entidades de crédito publicarán anualmente, tanto a nivel individual como consolidado, información cualitativa y cuantitativa sobre el mercado hipotecario, las financiaciones a la construcción, a la promoción inmobiliaria y a la adquisición de viviendas, así como la relativa a los activos recibidos en pago de deudas correspondiente a negocios en España con los datos referidos a cada 30 de junio. Esta información se hará pública por el mismo canal que se utilice para cumplir con las obligaciones de información al mercado en materia de solvencia o en su página en Internet.

Por su parte, en la memoria de las cuentas anuales las entidades informarán sobre las políticas y estrategias que hayan establecido para hacer frente a las financiaciones de recuperación problemática destinadas a financiar proyectos inmobiliarios, incluyendo el desarrollo urbanístico y edificación posterior.

La información contendrá todos aquellos aspectos relevantes acerca de la situación y perspectivas de recuperación de la liquidez de esta clase de activos financieros, incluidas, en su caso, las de las garantías reales tomadas para su cobertura. Asimismo, las entidades de crédito informarán sobre las políticas y estrategias que hayan establecido para hacer frente a los activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas. La información incluirá todos los aspectos relevantes acerca de la estrategia seguida para la recuperación de la liquidez de esta clase de activos, a fin de facilitar una mejor comprensión de los riesgos e incertidumbres que rodean esta clase de activos.

La Circular entró en vigor el 10 de diciembre de 2011, y lo referente a las cuentas anuales se aplicó, por primera vez, en las cuentas anuales correspondientes al 31 de diciembre de 2011, salvo lo establecido para los nuevos estados reservados, que, excepcionalmente, se podían enviar al Banco de España antes del 31 de marzo de 2012.

CREADORES DE MERCADO DE LA DEUDA DEL ESTADO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Resolución de 29 de noviembre de 2011* (BOE del 1 de diciembre), de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se modifica la de 18 de

noviembre de 2008, que establece las condiciones de actuación de los creadores de mercado de deuda pública del Reino de España.

Las novedades más reseñables son: 1) la introducción de una mayor flexibilidad a la hora de calcular la participación de los creadores de mercado en la segunda vuelta de las subastas de bonos y obligaciones del Estado, y 2) la modificación de la obligación de tiempo de permanencia de las cotizaciones en las pantallas de los mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación para responder a las prácticas habituales del mercado internacional y, por tanto, homogeneizar las condiciones de cotización del mercado de bonos y obligaciones.

La Resolución entró en vigor el 1 de diciembre de 2011.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS CONTABLES, CUENTAS ANUALES Y ESTADOS DE INFORMACIÓN RESERVADA.—Se publicó la *Circular 4/2011, de 16 de noviembre, de la CNMV* (BOE del 6 de diciembre), por la que se modifica parcialmente la Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de las IIC y del estado de posición.

Con motivo de la sustitución del folleto simplificado por los datos fundamentales para el inversor (DFI), se adapta cierta información que actualmente figura en la información pública periódica para que se encuentre en línea con lo previsto en los DFI. En concreto, dicha información se refiere a la ratio de gastos (conocida hasta ahora como TER o *Total Expense Ratio*), expresados en porcentaje sobre su patrimonio medio, a la que se da una nueva definición, y la comisión de gestión sobre resultados, la cual deberá ser informada de manera independiente.

Por otro lado, se incluye la obligación de que las gestoras informen de la existencia de costes derivados del servicio de análisis, de las circunstancias y de otra información relevante, que hayan motivado, en su caso, la creación de una IIC o compartimento de propósito especial, así como, en caso de disolución y liquidación de los FII, de los aspectos más relevantes de este proceso.

En cuanto a la operativa con instrumentos derivados, se establece la obligación de las IIC de detallarla en la información pública periódica. Adicionalmente, deberán especificar el método elegido para la medición de la exposición total al riesgo de mercado (compromiso, VaR absoluto o VaR relativo), así como de los niveles de VaR máximo, mínimo, medio y del apalancamiento existente al final del período de referencia.

La Circular entró en vigor el 31 de diciembre de 2011.

CONTRATOS DE CRÉDITO AL CONSUMO: ACTUALIZACIÓN DE LA NORMATIVA COMUNITARIA.—Se publicó la *Directiva 2011/90/UE, de la Comisión, de 14 de noviembre* (DOUE del 15), que modifica la parte II del anexo I de la Directiva 2008/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril, relativa a los contratos de crédito al consumo.

La nueva Directiva establece supuestos adicionales para calcular la TAE, dado que los supuestos establecidos en la Directiva 2008/48/CE son insuficientes, y ya no se ajustan en determinadas circunstancias a la situación comercial del mercado. En concreto, se introducen nuevos supuestos en los créditos de duración indefinida. En estos casos, a efectos

de cálculo de la TAE, se presumirá que: 1) el crédito se concede por un período de un año desde la fecha de la disposición de fondos inicial; 2) el consumidor devuelve el crédito en doce plazos mensuales iguales, y 3) el pago final realizado por el consumidor liquida el saldo de capital, intereses y otros gastos. Finalmente, se regulan nuevos supuestos para los créditos con duración determinada.

Los Estados miembros adaptarán sus ordenamientos jurídicos al contenido de la nueva Directiva antes del 31 de diciembre de 2012, y las disposiciones mediante las que lo hagan se aplicarán a partir del 1 de enero de 2013.

DICIEMBRE 2011

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DEL COEFICIENTE DE RESERVAS MÍNIMAS. — Se publicó el *Reglamento 1358/2011, del BCE (BCE/2011/26), de 14 de diciembre* (DOUE del 21), por el que se modifica el Reglamento 1745/2003 (BCE/2003/9), de 12 de septiembre, relativo a la aplicación de las reservas mínimas. Se mantiene un coeficiente de reserva del 0 % para los siguientes pasivos: 1) depósitos a plazo a más de dos años; 2) depósitos disponibles con preaviso de más de dos años; 3) cesiones temporales, y 4) valores distintos de acciones a más de dos años. Asimismo, se reduce del 2 % al 1 % el coeficiente de reserva para todos los demás pasivos incluidos en la base de reservas, con el fin de mejorar la provisión de liquidez a las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema.

El Reglamento entró en vigor el 24 de diciembre de 2011 y empezó a aplicarse a partir del período de mantenimiento que comenzó el 18 de enero de 2012.

EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE SOLVENCIA Y DE LAS NORMAS CONTABLES. — Se publicó la *Circular 5/2011, de 12 de diciembre, de la CNMV* (BOE del 15), que modifica la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, sobre solvencia de las ESI y sus grupos consolidables, y la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las ESI, sociedades gestoras de IIC y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

Las novedades más reseñables son: 1) se modifica la naturaleza relativa a las financiaciones subordinadas recibidas por las ESI y las financiaciones subordinadas de duración indeterminada, que deberán cumplir condiciones similares a las exigidas a las entidades de crédito, e introduce instrumentos distintos a los anteriores que deben cumplir una serie de requisitos para poder ser computables como recursos propios; 2) se introducen las exigencias establecidas en la Circular para la cobertura del riesgo de tipo de cambio, del riesgo de liquidación y del riesgo sobre materias primas, y 3) se introducen ciertas modificaciones en los modelos internos para el cálculo de las exposiciones dentro de la cartera de negociación, y se recogen las políticas de remuneración en términos similares a los comentados para las entidades de crédito.

Finalmente, se introduce una serie de modificaciones técnicas necesarias para una aplicación más eficiente de la Circular 7/2008, aclarando y precisando algunos conceptos y modificando otros para facilitar la aplicación de las normas contables. Entre otras, las referidas al fondo de comercio, a las coberturas de inversiones netas en un negocio en el extranjero, a la identificación de activos no financieros deteriorados y a los activos no corrientes mantenidos para la venta.

La Circular entró en vigor el 1 de enero de 2012.

EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN: FOLLETO INFORMATIVO DE TARIFAS Y CONTENIDO DE LOS CONTRATOS-TIPO.—Se publicó la *Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la CNMV* (BOE del 24), sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo. La Circular completa el nuevo marco regulatorio en el ámbito de las relaciones entre clientes minoristas y entidades prestadoras de servicios de inversión, resultante de la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID).

La novedad más destacable es el desarrollo del régimen de transparencia con los clientes, en ciertos aspectos, como los siguientes: 1) el establecimiento de la forma de elaboración y su remisión electrónica de los folletos informativos de tarifas máximas aplicables a clientes minoristas; 2) la concreción de las bases de cálculo y conceptos de algunas de las operaciones más habituales que se prestan a los clientes minoristas; 3) el desarrollo de los contenidos obligatorios en el ámbito de los contratos-tipo, una vez que no existe el control previo de la CNMV respecto a su contenido, regulando expresamente aquellos aspectos que la práctica supervisora y las reclamaciones y consultas de clientes han puesto de manifiesto que requerían de mayor transparencia y no eran adecuadamente comprendidos por los inversores, y 4) en relación con la publicidad, la puesta a disposición de los clientes o potenciales clientes tanto de los folletos informativos de tarifas como de los contratos-tipo en todas sus oficinas de atención a clientes, incluidos los agentes externos, y en su página web, en sitio de fácil acceso.

La Circular entrará en vigor el 24 de junio de 2012.

MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS CONTABLES DE LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES, CON LA EXCLUSIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA, DE LAS ENTIDADES RECTORAS DE LOS SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN, DE LA SOCIEDAD DE SISTEMAS Y DE OTRAS ENTIDADES.—Se publicó la *Circular 6/2011, de 12 de diciembre, de la CNMV* (BOE del 23), por la que se modifica la Circular 9/2008, de 10 de diciembre, sobre normas contables, estados financieros de información reservada y pública, y cuentas anuales de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, con la exclusión del Banco de España, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, de la Sociedad de Sistemas, de las entidades de contrapartida central (ECC), de la Sociedad de Bolsas, de las sociedades que tengan la titularidad de todas las acciones de organismos rectores de los mercados secundarios oficiales y de sistemas multilaterales de negociación, y de otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados que se creen al amparo de lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

Se recogen, por primera vez, los modelos de estados financieros intermedios consolidados públicos y de cuentas anuales consolidadas. Igualmente, se actualizan los modelos de estados financieros consolidados reservados.

Se introducen diversas mejoras de carácter técnico en la estructura de los datos contenidos en los modelos de estados financieros y de información complementaria, así como en los procedimientos, plazos y formalidades de remisión y publicación de la información.

Finalmente, se reestructuran los desgloses de la información reservada sobre ingresos, siendo los cambios más reseñables la adición de un nuevo segmento dedicado a la actividad de compensación y contrapartida central en previsión de que se constituyan en territorio español ECC en un futuro próximo, así como la reordenación de los restantes

segmentos de ingresos y la reagrupación de algunos de ellos con segmentos afines dentro de una misma actividad operativa.

La Circular entró en vigor el 1 de enero de 2012.

MEDIDAS URGENTES EN MATERIA PRESUPUESTARIA, TRIBUTARIA Y FINANCIERA PARA LA CORRECCIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO.—Se publicó el *Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre* (BOE del 31), de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados.

Respecto al ejercicio indirecto de la actividad financiera de las cajas de ahorros, contemplado en el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, se preveía que las cajas de ahorros podían desarrollar su objeto propio como entidad de crédito a través de una entidad bancaria a la que aportaron todo su negocio financiero. Además, se contemplaba el supuesto de que, si la caja de ahorros redujera su participación de modo que no alcanzara el 50 % de los derechos de voto de la entidad de crédito, debía renunciar a la autorización para actuar como entidad de crédito y proceder a su transformación en una fundación. Esta norma modifica dicho supuesto, de modo que la renuncia y posterior transformación deberán realizarla cuando deje de ostentar el control, en los términos previstos en el artículo 42 del Código de Comercio.

En relación con los sistemas institucionales de protección (SIP) formados por cajas de ahorros, se precisa que la entidad central deberá ser una sociedad anónima y habrá de estar controlada conjuntamente por todas ellas.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 1 de enero de 2012.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES: MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CONTABILIDAD Y DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA.—Se publicó la *Orientación BCE/2011/27, de 21 de diciembre* (DOUE del 24 de enero), que modifica la *Orientación BCE/2010/20, de 11 de noviembre*, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC).

Dada la diversidad de operaciones de política monetaria, se introducen ciertas aclaraciones en el anexo IV de la *Orientación BCE/2010/20*, «Composición y criterios de valoración del balance», en el sentido de que determinadas provisiones relativas a las operaciones de política monetaria pueden variar y no constituyen necesariamente provisiones del Eurosistema.

La Orientación entró en vigor el 31 de diciembre de 2011.

BANCO CENTRAL EUROPEO: NUEVAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN EN MATERIA DE ESTADÍSTICAS EXTERIORES.—Se publicó la *Orientación BCE/2011/23, de 9 de diciembre de 2011* (DOUE de 3 de marzo), sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores, que sustituye a la *Orientación BCE/2004/15, de 16 de julio*. Se introducen nuevas modificaciones: 1) se mantienen las estadísticas anteriores y se añade una nueva, la estadística mensual de envíos transfronterizos de billetes en euros; 2) se aumenta el desglose sectorial de la estadística de balanza de pagos; 3) se mantienen los mismos criterios que los descritos en la normativa anterior en cuanto a la calidad de la información estadística, aunque se permite utilizar estimaciones óptimas basadas en sólidos métodos estadísticos para aquellos datos que tengan un tamaño insignificante o desdeña-

ble para la zona del euro, o para los datos que no puedan recopilarse a un coste razonable, siempre que el valor analítico de las estadísticas no se vea perjudicado, y 4) se aumentan los plazos de transmisión de los datos que los BCN deben facilitar al BCE.

La Orientación entró en vigor el 1 de marzo de 2012.

ENERO 2012

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2012 Y ENERO DE 2013. — Se publicaron la *Orden ECC/41/2012, de 16 de enero*, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2012 y enero de 2013 y se delegan determinadas facultades en el Secretario General del Tesoro y Política Financiera (BOE del 17), y las *resoluciones de 18 y de 23 de enero de 2012, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera* (BOE del 23 y del 27), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y el mes de enero siguiente. En general, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes. Por tanto, se continúa emitiendo mediante subastas ordinarias y especiales (ofertas competitivas y no competitivas), así como mediante otros procedimientos.

En relación con las letras del Tesoro, como en años anteriores, se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2012 y enero de 2013, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo de las letras, fijando las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales. Al igual que en 2011, 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.

Respecto a los bonos y obligaciones del Estado, también se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2012 y enero de 2013, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo, fijando las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario. Los criterios y procedimientos de emisión son, básicamente, los vigentes en 2011.

La Orden entró en vigor el 17 de enero de 2012, y las resoluciones, el 19 y el 24 de enero de ese año, respectivamente.

FEBRERO 2012

BANCO DE ESPAÑA: CAMBIOS TEMPORALES EN LOS CRITERIOS DE ADMISIBILIDAD DE LOS ACTIVOS DE GARANTÍA EN LAS OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA. — Se publicó la *Resolución de 15 de febrero de 2012, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España* (BOE del 17), sobre cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Banco de España. En este sentido, conforme a los acuerdos del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) de 9 de febrero de 2012, el Banco de España amplió temporalmente los criterios de admisibilidad de activos de garantía establecidos en las «Cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria», aprobadas por la Resolución de la Comisión Ejecutiva del Banco de España de 11 de diciembre de 1998.

De este modo, se admitirán como activos de garantía de las operaciones de política monetaria los préstamos al corriente de pago a empresas no financieras y a organismos del sector público, que no sean hipotecarios, denominados en euros o en otras de las principales divisas, cuyo riesgo de crédito estimado, según la valoración realizada por el Banco

de España a partir de fuentes fiables, tenga una probabilidad de impago igual o inferior al 0,4 % en un horizonte temporal de un año. En un momento posterior, podrán también ser admitidos los préstamos anteriores que cumplan ciertas condiciones adicionales.

La Resolución entró en vigor el 17 de febrero de 2012.

SANEAMIENTO DEL SECTOR FINANCIERO. — Se publicó el *Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero* (BOE del 4), de saneamiento del sector financiero. La norma pretende conseguir tres objetivos: 1) el saneamiento de los balances de las entidades de crédito, afectados negativamente por el deterioro de sus activos vinculados al sector inmobiliario; 2) la creación de incentivos que propicien un ajuste adecuado y eficiente del exceso de capacidad, y 3) el fortalecimiento de la gobernanza de las entidades resultantes de los procesos de integración. De esta forma, se pretende restaurar la confianza en el sistema financiero español y facilitar una recuperación del crédito. A continuación se hace un resumen sucinto de las normas más relevantes del Real Decreto Ley.

MEDIDAS PARA
EL SANEAMIENTO
DE LOS BALANCES DE
LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Respecto a la actividad en España de las entidades de crédito, se establecen nuevas provisiones y mayores exigencias de recursos propios para cubrir el deterioro de las financiaciones y de los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias existentes a final del año 2011. Se trata de un saneamiento específico y extraordinario de una cartera concreta de activos y, por tanto, no afecta a los nuevos créditos para promoción inmobiliaria que se concedan con posterioridad al 31 de diciembre de 2011, excepto si son refinanciaciones de préstamos preexistentes.

Para estos activos que sean clasificados como riesgo normal, se constituirá, por una sola vez, una cobertura genérica del 7 % de su saldo vivo a 31 de diciembre de 2011. El importe de dicha cobertura podrá ser utilizado por las entidades, exclusivamente, para la constitución de las coberturas específicas que resulten necesarias como consecuencia de la reclasificación posterior como activos dudosos o subestándar de cualesquiera de dichas financiaciones o de la adjudicación o recepción de activos en pago de dichas deudas. Para determinar el deterioro de los que sean clasificados como riesgo distinto del normal, les serán de aplicación las reglas de estimación contenidas en el anejo I del Real Decreto Ley. A su vez, se establece una cobertura mínima, con independencia de la antigüedad en el balance, del 60 % para el suelo para promoción inmobiliaria y del 50 % para construcciones o promociones inmobiliarias en curso.

Por otro lado, se introducen exigencias adicionales de recursos propios. Así, según la normativa anterior, las entidades de crédito debían contar, con carácter general, con un capital principal de, al menos, el 8 % de sus exposiciones totales ponderadas por riesgo. A partir de la entrada en vigor de la norma, para las financiaciones y para los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias especiales deberán contar con un exceso adicional por el importe que resulte de los cálculos previstos en el anejo II del Real Decreto Ley.

Estos requisitos de provisiones y de capital deberán cumplirse antes del 31 de diciembre de 2012, salvo para aquellas entidades que lleven a cabo procesos de integración.

PROCESOS DE INTEGRACIÓN

Las entidades de crédito que lleven a cabo estos procesos durante el ejercicio 2012 dispondrán de 12 meses desde la autorización de la operación de integración para dar cumplimiento a los requerimientos previstos anteriormente. También podrán acogerse a este

régimen los iniciados a partir del 1 de septiembre de 2011, debiendo cumplir ciertos requisitos establecidos en la norma.

POLÍTICA DE REMUNERACIONES EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO QUE RECIBAN APOYO FINANCIERO PÚBLICO PARA SU SANEAMIENTO O REESTRUCTURACIÓN

En cuanto a las entidades de crédito participadas mayoritariamente por el FROB, los administradores y los directivos no percibirán, durante el ejercicio 2012, retribución variable ni beneficios discrecionales de pensiones. La retribución variable correspondiente a los ejercicios en los que subsista el apoyo financiero público, de los administradores y directivos de entidades que, sin hallarse mayoritariamente participadas por el FROB, hayan recibido apoyo financiero del mismo, se diferirá tres años y estará condicionada a la obtención de los resultados que justifiquen su percepción, conforme al cumplimiento del plan elaborado en su día para la obtención del citado apoyo, circunstancia cuya concurrencia deberá ser apreciada por el Banco de España.

REFORMAS DEL FROB

Se modifica el Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, para introducir ciertas reformas en el FROB. En concreto: 1) se reduce de cinco a tres años el plazo máximo de desinversión que tiene el FROB para los títulos representativos del capital adquiridos a las entidades emisoras mediante su enajenación a través de los procedimientos competitivos establecidos en la normativa anterior; 2) se suprime la posibilidad que tenía el FROB de desinvertir, en el plazo de uno o dos años, los títulos representativos del capital adquiridos a las entidades emisoras a favor de terceros inversores propuestos por la entidad beneficiaria de su actuación; 3) se amplían los instrumentos que puede adquirir el FROB en el marco de las medidas de apoyo a procesos de integración de entidades de crédito, y 4) se establece expresamente que los títulos emitidos y adquiridos por el FROB sean computables como recursos propios básicos y como capital principal.

MODIFICACIONES DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS CAJAS DE AHORROS QUE REALIZAN LA ACTIVIDAD FINANCIERA A TRAVÉS DE UNA ENTIDAD BANCARIA

Se introducen ciertas modificaciones en el Real Decreto Ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, en relación con el régimen establecido para aquellas que realizan el ejercicio indirecto de la actividad financiera a través de una entidad bancaria. En concreto: 1) se simplifica su estructura organizativa, reduciendo los órganos de gobierno a la asamblea general; 2) se ajusta el número de miembros de los órganos de gobierno, así como la periodicidad de sus sesiones atendiendo a la dimensión económica y a la actividad de la entidad; 3) se establece un límite a la disposición de los excedentes que obtengan las cajas de ahorros; 4) se introducen disposiciones para simplificar el funcionamiento, periodicidad y forma de convocatoria de las asambleas generales, y 5) se les exime expresamente del cumplimiento de las obligaciones referidas a servicios de atención al cliente, que, en todo caso, deberán ser cumplidas por la entidad bancaria a través de la cual ejerzan su actividad.

TRANSFORMACIÓN DE UNA CAJA DE AHORROS EN UNA FUNDACIÓN DE CARÁCTER ESPECIAL

Se introduce un nuevo supuesto para que las cajas de ahorros pierdan su condición de entidades de crédito y se transformen en una fundación especial. A partir de la entrada en vigor de la norma, pierden tal condición cuando la caja reduzca su participación de modo que no alcance el 25 % de los derechos de voto de la entidad bancaria, aunque mantenga una posición de control. Estos supuestos también son de aplicación a las cajas de ahorros que, de forma concertada, ejerzan en exclusiva su objeto como entidades de crédito a través de una entidad bancaria controlada conjuntamente por todas ellas, formando un sistema institucional de protección (SIP).

OTRAS NOVEDADES

Se modifican ligeramente las características que deben reunir, para formar parte del capital principal, los instrumentos obligatoriamente convertibles en acciones ordinarias contemplados

por la disposición transitoria tercera del Real Decreto Ley 2/2011. El cambio esencial es que se permite alargar, desde 2014 a 2018, el momento en que deben convertirse necesariamente en acciones ordinarias. Además, se permite que su ratio de conversión no sea fija desde el principio, siempre que esté predeterminado el nominal máximo que se debe entregar. Finalmente, se facilita la gestión de las garantías financieras que otorgan las entidades financieras a favor del Banco de España, del BCE o de otros BCN de la Unión Europea.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 4 de febrero de 2012.

RÉGIMEN SOBRE LAS TRANSACCIONES CON EL EXTERIOR: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA.—Se publicó la *CBE 1/2012, de 29 de febrero* (BOE del 6 de marzo), sobre normas para la comunicación de las transacciones económicas con el exterior, que sustituye a la *CBE 15/1992, de 22 de julio*, sobre normas para la comunicación al Banco de España de las operaciones entre residentes y no residentes, y a la *CBE 1/1994, de 25 de febrero*, sobre cuentas de no residentes abiertas en España, y operaciones con billetes y efectos. Su finalidad es adaptar las normas de comunicación al Banco de España de dichas operaciones por parte de las entidades registradas al nuevo régimen de declaración de las transacciones económicas con el exterior, establecido en el Real Decreto 1360/2011, de 7 de octubre.

Las entidades registradas que estuviesen obligadas a facilitar la información requerida en las *CBE 15/1992, de 22 de julio*, y *1/1994, de 25 de febrero*, deberán seguir declarándola hasta la correspondiente al 31 de diciembre de 2013 (fecha en la que quedan derogadas), junto con las nuevas obligaciones establecidas en la *CBE 1/2012*.

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVADA.—Se publicó la *CBE 2/2012, de 29 de febrero* (BOE del 6 de marzo) (corrección de errores, en el BOE del 14), por la que se modifica la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. Su finalidad es adaptarla a los requerimientos establecidos en el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero. La norma establece que los activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas por las entidades de crédito y que cuenten con una antigüedad en balance superior a 36 meses deben tener un porcentaje de cobertura de, al menos, el 40%. Dicha previsión se incorpora al tratamiento general recogido en la sección IV del anejo IX, para no limitarla a las financiaciones y a los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias existentes al final del año 2011.

Se modifica, asimismo, la composición de las clases de riesgo en que deben clasificarse las operaciones incluidas en la categoría de riesgo normal, para incluir dentro de la categoría de «riesgo medio-alto» las financiaciones y los activos adjudicados o recibidos en pago de deudas relacionados con el suelo para promoción inmobiliaria y con las construcciones o promociones inmobiliarias, aun cuando cuenten con garantía real.

La Circular entró en vigor el 7 de marzo de 2012.

MEDIDAS URGENTES PARA LA REFORMA DEL MERCADO LABORAL.—Se publicó el *Real Decreto Ley 3/2012, de 10 de febrero* (BOE del 11), de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral. Desde el punto de vista de la regulación financiera, el Real

Decreto Ley, en su disposición adicional séptima, viene a complementar lo dispuesto en el Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, respecto al establecimiento de un régimen específico de remuneraciones aplicable a los administradores y directivos de entidades de crédito que reciban apoyo financiero público para su saneamiento y reestructuración. Concretamente, el establecimiento de ciertas limitaciones en las indemnizaciones que se han de percibir por terminación de sus contratos, y la introducción de supuestos adicionales en relación con la extinción/suspensión del contrato de administradores o directivos de entidades de crédito por razón de imposición de sanciones.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 12 de febrero de 2012.

MARZO 2012

FACULTADES DE LAS AUTORIDADES EUROPEAS DE SUPERVISIÓN: MODIFICACIÓN DE DETERMINADAS NORMAS FINANCIERAS.—Se publicó el *Real Decreto Ley 10/2012, de 23 de marzo* (BOE del 24), por el que se modifican determinadas normas financieras en relación con las facultades de las Autoridades Europeas de Supervisión. Su finalidad es adaptar el esquema nacional de supervisión al nuevo marco europeo de supervisión, de forma que nuestro país actúe de manera coordinada con las nuevas Autoridades Europeas de Supervisión, así como con el resto de Estados miembros.

Las novedades más relevantes son las siguientes: 1) se introduce la obligación de cooperación de las autoridades supervisoras españolas de las diferentes entidades financieras (Banco de España, CNMV y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones) con sus homólogas europeas (Autoridad Bancaria Europea, Autoridad Europea de Valores y Mercados, y Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación, respectivamente), así como con la Junta Europea de Riesgo Sistémico, y 2) se debe facilitar a dichas autoridades toda la información que necesiten para el desempeño de sus funciones, otorgadas por la normativa europea.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 24 de marzo de 2012.

MEDIDAS URGENTES DE PROTECCIÓN DE DEUDORES HIPOTECARIOS SIN RECURSOS.—Se publicó el *Real Decreto Ley 6/2012, de 9 de marzo* (BOE del 10), de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos. Tiene por objeto establecer medidas conducentes a procurar la reestructuración de la deuda hipotecaria de quienes padecen extraordinarias dificultades para atender su pago, así como mecanismos de flexibilización de los procedimientos de ejecución hipotecaria.

MEDIDAS CONDUCENTES A PROCURAR LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA HIPOTECARIA

El modelo de protección diseñado gira en torno a la elaboración de un Código de Buenas Prácticas (en adelante, el Código) para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual, que se complementa con la adopción de un conjunto de medidas fiscales. Al Código podrán adherirse, voluntariamente, las entidades de crédito y demás entidades que, de manera profesional, realizan la actividad de concesión de préstamos o créditos hipotecarios. Se aplicará a los deudores que se encuentren situados dentro del umbral de exclusión (en los términos en que lo define el Real Decreto Ley) que tengan préstamos o créditos concedidos para la compraventa de viviendas, cuyo precio de adquisición no hubiera excedido de ciertos tramos de valores, y que estén vigentes a la fecha de su entrada en vigor.

El Código incluye tres fases de actuación. Entre ellas, incluye la posibilidad de facilitarle al deudor un plan que incluya un conjunto de medidas tendentes a favorecer el pago de la deuda, hasta llegar a que las entidades acepten la dación en pago como medio liberatorio definitivo de la deuda. En este supuesto, las familias podrán permanecer en su vivienda durante un plazo de dos años satisfaciendo una renta asumible.

Por otra parte, el Real Decreto Ley introduce, básicamente, dos novedades en relación con los procedimientos de ejecución hipotecaria de la vivienda habitual del deudor, que serán de aplicación general, incluyendo al colectivo sujeto al Código. El primero tiende a simplificar el procedimiento de ejecución extrajudicial, y el segundo amplía las ayudas a los inquilinos previstas en el Plan de Vivienda y Rehabilitación 2009-2011 para las personas que hubieran sido objeto de una resolución judicial de lanzamiento como consecuencia de procesos de ejecución hipotecaria.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 11 de marzo de 2012.

MEDIDAS TRIBUTARIAS Y ADMINISTRATIVAS DIRIGIDAS A LA REDUCCIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO.— Se publicó el *Real Decreto Ley 12/2012, de 30 de marzo* (BOE del 31), por el que se introducen diversas medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público. La norma complementa las medidas recogidas en el Real Decreto Ley 20/2011, de 30 de diciembre, de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados.

En lo relativo al sistema financiero, se establece para el ICO —a efectos de determinación y control de sus recursos propios mínimos— una ponderación de riesgo del 20 % para las exposiciones frente a las entidades financieras de los Estados miembros de la Unión Europea, cualquiera que sea su vencimiento original o residual.

El grueso del resto de las medidas se centra en el ámbito del impuesto sobre sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo. En concreto, para los períodos impositivos de los años 2012 y 2013 se introducen ciertas modificaciones, como son las siguientes: 1) la reducción del límite anual máximo de la deducción del fondo de comercio; 2) la reducción del límite anual máximo de la deducción de la diferencia entre el precio de adquisición de la participación por parte de la entidad adquirente y los fondos propios de la entidad transmitente; 3) la reducción del límite máximo de las deducciones para incentivar la realización de determinadas actividades, y 4) el establecimiento de un importe mínimo del pago fraccionado para los sujetos pasivos cuyo importe neto de la cifra de negocios en los doce meses anteriores sea, al menos, de 20 millones de euros.

Con carácter indefinido, se incorporan ciertas medidas, como: 1) el establecimiento de carácter no deducible para aquellos gastos financieros derivados de deudas con entidades del grupo, destinadas a la adquisición, a otras entidades del grupo, de participaciones en el capital o fondos propios de cualquier tipo de entidades, o a la realización de aportaciones en el capital o fondos propios de otras entidades del grupo, salvo que el sujeto pasivo acredite que existen motivos económicos válidos para la realización de dichas operaciones; 2) la limitación general en la deducción de gastos financieros netos equivalente al 30 % del beneficio operativo del ejercicio, y 3) la eliminación, de forma progresiva, de la libertad de amortización con mantenimiento de empleo, que se hace extensible al IRPF, al tiempo que se determina la tributación de la renta obtenida en la posterior transmisión del bien que hubiera sido objeto de dicha amortización acelerada.

Finalmente, se establece una declaración tributaria especial para determinadas rentas, de forma que los contribuyentes que sean titulares de bienes o derechos que no se correspondan con las rentas declaradas en el IRPF o, en su caso, en el impuesto sobre sociedades o en el impuesto sobre la renta de no residentes, podrán presentar una de-

claración adicional (prevista en este Real Decreto Ley) con el objeto de regularizar su situación tributaria.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 31 de marzo de 2012.

MECANISMO EXTRAORDINARIO DE FINANCIACIÓN PARA EL PAGO A LOS PROVEEDORES DE LAS ENTIDADES LOCALES Y DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS.—Se publicaron el *Real Decreto Ley 4/2012, de 24 de febrero* (BOE del 25), por el que se determinan obligaciones de información y procedimientos necesarios para establecer un mecanismo de financiación para el pago a los proveedores de las Entidades Locales, y el *Real Decreto Ley 7/2012, de 9 de marzo* (BOE del 10), por el que se crea el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, modificado este último por el *Real Decreto Ley 10/2012, de 23 de marzo* (BOE del 24).

El Real Decreto Ley 4/2012 tiene por objeto habilitar las condiciones necesarias para permitir que las Entidades Locales puedan cancelar las obligaciones pendientes de pago con sus proveedores, derivadas de la contratación de obras, suministros o servicios, mediante el establecimiento de un mecanismo extraordinario de financiación, al que también pueden acogerse las Comunidades Autónomas. Por su parte, el Real Decreto Ley 7/2012 crea el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores y regula las condiciones de ejecución de las operaciones destinadas al pago de las obligaciones pendientes de las Entidades Locales y, en su caso, de las Comunidades Autónomas que se hayan acogido al citado mecanismo de financiación.

El Real Decreto Ley 4/2012 y el Real Decreto Ley 7/2012 entraron en vigor el 26 de febrero y el 11 de marzo de 2012, respectivamente.

SOCIEDADES DE CAPITAL: SIMPLIFICACIÓN DE LAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN Y DE DOCUMENTACIÓN DE LAS FUSIONES Y DE LAS ESCISIONES.—Se publicó el *Real Decreto Ley 9/2012, de 16 de marzo* (BOE del 17), sobre simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital, por el que se modifican el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. Su finalidad es transponer al Derecho español la Directiva 2009/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE, del Consejo, y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones.

Como novedades más significativas, cabe reseñar las siguientes: 1) se potencian la página web y las comunicaciones electrónicas, haciéndose obligatoria su creación en las sociedades cotizadas; 2) se permite que el balance de fusión pueda ser sustituido por el informe financiero semestral si se trata de sociedades anónimas cotizadas, y se garantiza el derecho de oposición de los acreedores a la fusión en relación con los créditos existentes antes del depósito del proyecto de fusión en el Registro Mercantil; 3) se establecen nuevos supuestos en los que no resulta necesario el informe elaborado por expertos independientes para valorar las aportaciones no dinerarias en la constitución o en los aumentos de capital de las sociedades anónimas, y 4) se introducen ciertas modificaciones en la redacción de las normas relativas al derecho de separación de los socios en los casos de fusión transfronteriza, y de traslado al extranjero del domicilio social.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 18 de marzo de 2012.

2 ÍNDICE SISTEMÁTICO DE MATERIAS OBJETO DE NUEVA REGULACIÓN

Materias	Fecha de la norma	Boletín Económico
1 SEBC, BCE Y BANCO DE ESPAÑA		
a) Política monetaria		
Banco Central Europeo: modificación de la normativa sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	20.9.2011	Ene 2012
Banco Central Europeo: modificación del coeficiente de reservas mínimas	14.12.2011	Ene 2012
Banco de España: cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria	15.2.2012	Abr 2012
b) Sistemas de pagos		
TARGET2: actualización de su normativa	17.3.2011 15.10.2011	Jul-Ago 2011 Ene 2012
Adquisición de billetes en euros: modificación de su normativa	18.3.2011	Jul-Ago 2011
Sistema de información sobre billetes en euros	30.6.2011	Oct 2011
Régimen sobre las transacciones con el exterior: actualización de su normativa	7.10.2011 29.2.2012	Ene 2012 Abr 2012
c) Otras áreas		
Banco Central Europeo: modificación de la normativa sobre contabilidad y estadísticas monetarias	25.8.2011	Oct 2011
Sistema Europeo de Bancos Centrales: modificación del régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera	21.12.2011	Abr 2012
Banco Central Europeo: nuevas exigencias de información en materia de estadísticas exteriores	9.12.2011	Abr 2012
2 INSTITUCIONES FINANCIERAS		
Ley de Economía Sostenible	4.3.2011	Abr 2011
Facultades de las autoridades europeas de supervisión: modificación de determinadas normas financieras	23.3.2012	Abr 2012
a) Entidades de crédito		
Medidas para el reforzamiento del sistema financiero	18.2.2011	Abr 2011
Modificación de la normativa de determinación y control de los recursos propios mínimos	30.11.2011	Ene 2012
Modificación de las normas de información financiera pública y reservada	30.11.2011 29.2.2012	Ene 2012 Abr 2012
Unificación de los fondos de garantía de depósitos	14.10.2011	Ene 2012
Transparencia y protección del cliente de servicios bancarios: actualización de la normativa	28.10.2011	Ene 2012
Saneamiento del sector financiero	3.2.2012	Abr 2012
b) Empresas de servicios de inversión		
Modificación de la normativa de solvencia y de las normas contables	21.1.2011 12.12.2011	Abr 2011 Ene 2012
Folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo	12.12.2011	Ene 2012
c) Instituciones de inversión colectiva		
Operaciones con instrumentos derivados	21.12.2010	Abr 2011
Información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en la CNMV: modificación de la normativa	9.6.2011	Jul-Ago 2011
Categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora: modificación de la normativa	9.6.2011	Jul-Ago 2011
Modificación de la normativa de las instituciones de inversión colectiva	4.10.2011	Ene 2012
Modificación de las normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada	16.11.2011	Ene 2012

Materias	Fecha de la norma	Boletín Económico
d) Otras instituciones		
Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos	22.3.2011	Abr 2011
Agencias de calificación crediticia: modificación del reglamento comunitario y aplicación a nuestro ordenamiento jurídico	11.5.2011	Jul-Ago 2011
Entidades de dinero electrónico: modificación de la normativa	26.7.2011	Oct 2011
Modificación de las normas contables de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, con la exclusión del Banco de España, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, de la Sociedad de Sistemas y de otras entidades	12.12.2011	Ene 2012
3 MERCADO DE VALORES		
a) Mercado de deuda pública		
Condiciones de emisión durante 2011 y enero de 2012	10.1.2011 20.1.2011 24.1.2011	Abr 2011
Sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado: nuevos titulares de cuenta	2.8.2011	Oct 2011
Creadores de mercado de la deuda del Estado: modificación de la normativa	29.11.2011	Ene 2012
Condiciones de emisión durante 2012 y enero de 2013	16.1.2012 18.1.2012 23.1.2012	Abr 2012
b) Mercados de valores privados		
Mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados: nuevo reglamento	21.12.2010	Abr 2011
Sistemas de pagos y de liquidación de valores: modificación de la normativa	11.4.2011	Jul-Ago 2011
4 LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA		
Medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales: modificación de la normativa comunitaria	16.2.2011	Abr 2011
Fusiones de las sociedades anónimas: normativa comunitaria	5.4.2011	Jul-Ago 2011
Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos	8.6.2011	Oct 2011
Contratos de crédito al consumo: actualización de la normativa comunitaria	14.11.2011	Ene 2012
5 NORMAS FISCALES Y OTRAS MATERIAS		
Contratos de crédito al consumo: nueva normativa	24.6.2011	Jul-Ago 2011
Apoyo a los deudores hipotecarios, control del gasto público, cancelación de deudas contraídas por las Entidades Locales y otras medidas	1.7.2011 10.10.2011	Oct 2011 Ene 2012
Reforma de la Ley Concursal	10.10.2011	Ene 2012
Medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera para la corrección del déficit público	30.11.2011	Ene 2012
Medidas urgentes para la reforma del mercado laboral	10.2.2012	Abr 2012
Medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos	9.3.2012	Abr 2012
Mecanismo extraordinario de financiación para el pago a los proveedores de las Entidades Locales y de las Comunidades Autónomas	24.2.2012	Abr 2012
Sociedades de capital: simplificación de las obligaciones de información y de documentación de las fusiones y de las escisiones	16.3.2012	Abr 2012
Medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales: modificación de la normativa	30.3.2012	Abr 2012

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	28
Cuadro 2.1	Indicadores del procedimiento de desequilibrio macroeconómico de la Comisión Europea	43
Cuadro 2.2	Simulaciones realizadas con el BEMOD	45
Cuadro 2.3	Crecimiento medio anual de salarios y productividad por tamaño de empresa (2002-2007)	51
Cuadro 2.4	Características de la empresa española exportadora frente a la no exportadora	56
Cuadro 2.5	Clasificación de los programas de promoción de las exportaciones	64
Cuadro 3.1	Principales indicadores macroeconómicos	71
Cuadro 4.1	Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	94
Cuadro 5.1	Principales operaciones no financieras de las AAPP	117
Cuadro 5.2	Factores explicativos de los cambios en el saldo de las administraciones públicas en España ajustado por el ciclo económico	118
Cuadro 5.3	Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	122
Cuadro 6.1	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	150
Cuadro 6.2	Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados	152
Cuadro 6.3	Operaciones financieras de la nación	153
Cuadro 6.4	Entidades de crédito: balance y cuenta de resultados	156
Cuadro 7.1	Entidades bajo supervisión del banco de España	171

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1	PIB, consumo privado, empleo y formación bruta de capital fijo	8
Gráfico 1.2	UEM: diferenciales soberanos frente a Alemania	9
Gráfico 1.3	Oferta de liquidez del Eurosistema y programas de compra de valores	15
Gráfico 1.4	Evolución de la inversión en vivienda y del precio de la vivienda	18
Gráfico 1.5	Empleo y paro	19
Gráfico 1.6	Costes laborales	20
Gráfico 1.7	Diferencial de inflación de España con la UEM	20
Gráfico 1.8	Necesidad de financiación de la economía	22
Gráfico 1.9	Financiación de hogares y sociedades no financieras	23
Gráfico 1.10	Evolución del déficit y de la deuda de las AAPP	29
Gráfico 2.1	Índices de competitividad	46
Gráfico 2.2	Balanza por cuenta corriente	47
Gráfico 2.3	Evolución de la apertura comercial por países	48
Gráfico 2.4	Análisis sectorial del deflactor del valor añadido y los costes laborales unitarios	50
Gráfico 2.5	Comparación internacional de densidades de variación de productividad y salarios	51
Gráfico 2.6	Indicadores estructurales de la economía española	52
Gráfico 2.7	Distribuciones de los CLU, productividad y salarios nominales por tipo de empresa	57
Gráfico 2.8	Dinámica de entrada y salida en la actividad exportadora de las empresas españolas	58
Gráfico 2.9	Componentes del crecimiento de las exportaciones de bienes y de servicios no turísticos	59
Gráfico 3.1	Actividad económica global	69
Gráfico 3.2	Evolución del PIB	72
Gráfico 3.3	Indicadores de actividad	73
Gráfico 3.4	Mercados financieros internacionales	77
Gráfico 3.5	Condiciones de financiación	78
Gráfico 3.6	Inflación y materias primas	79
Gráfico 3.7	Política monetaria en economías avanzadas	80
Gráfico 3.8	Política fiscal en economías avanzadas	84
Gráfico 3.9	Políticas económicas en economías emergentes	86
Gráfico 3.10	Ajustes de desequilibrios internos	88
Gráfico 3.11	Ajustes de desequilibrios externos	90
Gráfico 4.1	UEM: diferenciales soberanos frente a Alemania	95
Gráfico 4.2	Condiciones financieras en la zona del euro	101
Gráfico 4.3	Financiación al sector privado	102
Gráfico 4.4	Política monetaria de la zona del euro	103
Gráfico 4.5	UEM: crecimiento, mercado de trabajo y precios	104
Gráfico 4.6	UEM: política fiscal	106
Gráfico 5.1	Caracterización del ciclo actual	114
Gráfico 5.2	Financiación de los sectores residentes no financieros y precio de los activos	115
Gráfico 5.3	Principales agregados macroeconómicos	123

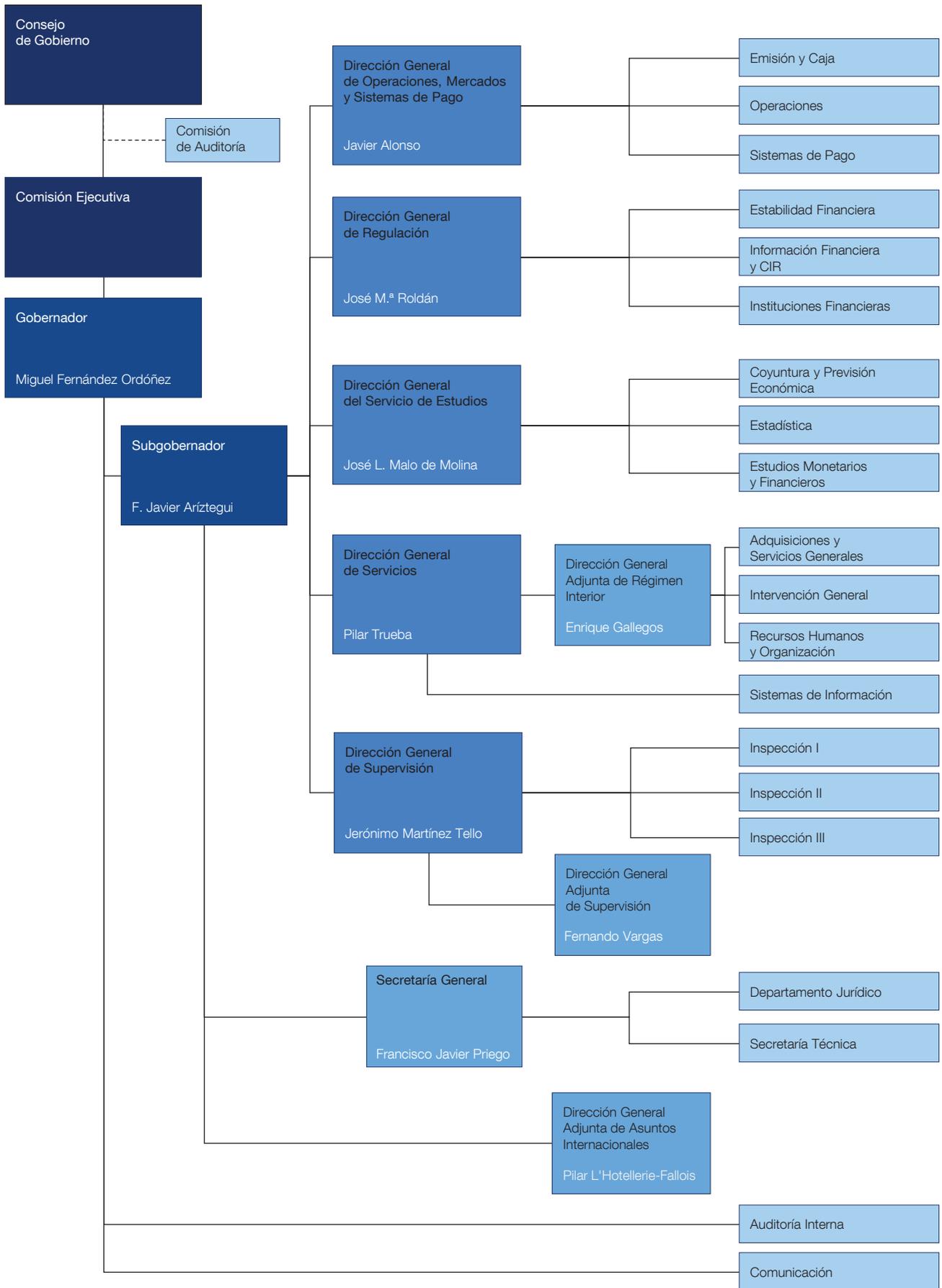
Gráfico 5.4	Consumo final de los hogares	124
Gráfico 5.5	Inversión en vivienda e inversión productiva privada	125
Gráfico 5.6	Demanda exterior y principales determinantes	129
Gráfico 5.7	Indicadores de competitividad y cuotas de exportación	130
Gráfico 5.8	VAB y empleo por ramas de actividad	131
Gráfico 5.9	Empleo y salarios	133
Gráfico 5.10	Determinantes de la evolución de la inflación	137
Gráfico 5.11	Cuenta del resto del mundo	139
Gráfico 5.12	Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación	140
Gráfico 6.1	Evolución de los mercados financieros	149
Gráfico 6.2	Activos financieros netos frente al resto del mundo	154
Gráfico 6.3	Tipos de interés, condiciones de oferta y evolución del crédito, precio de la vivienda y ratios de morosidad	157
Gráfico 6.4	Inversores institucionales	159
Gráfico 6.5	Hogares e ISFLSH	160
Gráfico 6.6	Sociedades no financieras	162
Gráfico 6.7	Administraciones públicas	163

ÍNDICE DE RECUADROS

Recuadro 1.1	La interdependencia entre riesgo soberano y riesgo bancario	10
Recuadro 1.2	Los avances en el proceso de saneamiento, recapitalización y reestructuración del sistema bancario español	25
Recuadro 1.3	La reforma laboral y la competitividad	33
Recuadro 2.1	La competitividad exterior bajo el prisma de la teoría del comercio internacional	54
Recuadro 2.2	Principales características de las empresas exportadoras estables	61
Recuadro 3.1	Los canales de transmisión de la crisis del área del euro al resto del mundo	74
Recuadro 3.2	Política monetaria no convencional. La efectividad de los programas de compras de activos en Estados Unidos y en el Reino Unido	81
Recuadro 4.1	La asistencia financiera a Grecia: génesis, evolución y retos	96
Recuadro 4.2	La repercusión de la crisis en la actividad financiera transfronteriza en la zona del euro	99
Recuadro 5.1	Análisis de los determinantes de la desaparición de empresas españolas durante la última fase contractiva	126
Recuadro 5.2	Sensibilidad del desempleo al crecimiento del PIB: el coeficiente de Okun de la economía española	135
Recuadro 6.1	El proceso de desapalancamiento del sector privado en España, comparación con otros países y lecciones de la evidencia histórica	145
Recuadro 6.2	Riesgos de refinanciación del endeudamiento exterior de la economía española	147

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA
EN LA FECHA DE APROBACIÓN DEL INFORME ANUAL
(23 DE MAYO DE 2012)

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
SECRETARIO GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Íñigo Fernández de Mesa
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>)	Francisco Javier Priego
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>)	Francisco Javier Priego

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

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

© Banco de España, Madrid, 2012
ISSN: 1579 - 8615 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
BCE	Banco Central Europeo	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BCN	Bancos centrales nacionales	IPC	Índice de precios de consumo
BE	Banco de España	IPI	Índice de producción industrial
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPRI	Índice de precios industriales
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
CBE	Circular del Banco de España	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
CCAA	Comunidades Autónomas	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCLL	Corporaciones Locales	NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra benéfico-social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DEG	Derechos Especiales de Giro	OSR	Otros sectores residentes
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGT	Dirección General de Tráfico	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PIB	Producto interior bruto
EC	Entidades de crédito	PIB pm	Producto interior bruto a precios de mercado
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PNB	Producto nacional bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	RD	Real Decreto
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	RM	Resto del mundo
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
EPA	Encuesta de población activa	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FFPP	Fondos de pensiones	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FIAMM	Fondos de Inversión en activos del mercado monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FIM	Fondos de inversión mobiliaria	TAE	Tasa anual equivalente
FMI	Fondo Monetario Internacional	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMM	Fondos del mercado monetario	UE	Unión Europea
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UEM	Unión Económica y Monetaria
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
IFM	Instituciones financieras monetarias	VNA	Variación neta de activos
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNP	Variación neta de pasivos
IIC	Instituciones de inversión colectiva		

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 períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.