

INFORME ANUAL

2009

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



INFORME ANUAL 2009

La recepción de información para la elaboración de este Informe terminó el día 31 de mayo.

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

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

© Banco de España, Madrid, 2010
ISSN: 0067 - 3315 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8615 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 26000 - 2003
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	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
DGTFP	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	EEK (corona estonia)
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.

ÍNDICE GENERAL

1 RASGOS BÁSICOS	1	Introducción	15
	2	La salida de la crisis de la economía mundial	15
	3	La política monetaria de la zona del euro	18
	4	Los retos que plantea la superación de la crisis en España	21
	4.1	El ajuste inmobiliario	26
	4.2	La contracción del crédito	27
	4.3	La destrucción de empleo	29
	4.4	La caída del gasto interno	33
	5	Las políticas económicas	33
	5.1	La consolidación presupuestaria y la sostenibilidad de las finanzas públicas	34
	5.2	Otras políticas de reforma estructural	37
2 LA CRISIS Y EL CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	1	Introducción	41
	2	La oferta de factores de producción	42
	2.1	Capital físico	42
	2.2	Capital humano	47
	2.3	Capital tecnológico	54
	3	La eficiencia en el uso de los factores de producción	56
	4	Políticas para impulsar el crecimiento potencial	60
3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO	1	Introducción	65
	2	Evolución económica y financiera	70
	2.1	La situación de partida: desplome de la actividad y parálisis en los mercados	70
	2.2	Recuperación de los mercados y estabilización de la actividad	77
	2.3	Consolidación en los mercados y recuperación de la actividad	79
	3	El panorama tras la recuperación	84
	3.1	El legado de la crisis	84
	3.2	Perspectivas económicas	88
	3.3	Consideraciones adicionales	90
4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN	1	Introducción	95
	2	La intensidad de la crisis y las medidas de política económica desplegadas	95
	3	La mejora de las condiciones financieras, el inicio de la recuperación y la crisis fiscal griega	101
	3.1	La mejora de las condiciones financieras y el inicio de la recuperación	101
	3.2	El deterioro de las cuentas públicas y la crisis fiscal de Grecia	102
	4	Perspectivas y retos de política económica	107
	4.1	La política monetaria	108
	4.2	La consolidación presupuestaria y la sostenibilidad de las finanzas públicas	109
	4.3	Otras políticas de reforma estructural	110
5 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA	1	Las condiciones monetarias y financieras	121
	2	Las políticas económicas	121
	2.1	La política fiscal	121
	2.2	Las otras políticas económicas	126

3	La demanda	127
3.1	La demanda nacional	127
3.2	La demanda exterior	134
4	La actividad	136
5	El mercado de trabajo	138
6	Los precios y los costes	140
7	Las necesidades de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales	142

6 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA

1	Introducción	149
2	Los mercados financieros españoles	154
2.1	Los mercados primarios	154
2.2	La actividad en los mercados secundarios	155
2.3	Los precios negociados en los mercados secundarios	156
3	Los intermediarios financieros españoles	157
3.1	Las entidades de crédito	157
3.2	Los inversores institucionales	159
4	Los flujos financieros y la posición patrimonial del sector no financiero	161
4.1	Los hogares	161
4.2	Las sociedades	163
4.3	Las Administraciones Públicas	167
5	La inversión y la financiación exterior de la economía española	168

7 INFORME DE GESTIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN 2009

1	Introducción	173
2	Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema	173
3	Actividades internacionales	175
3.1	Relaciones internacionales	176
3.2	Conferencias, reuniones y seminarios internacionales organizados por el Banco de España	180
4	Análisis económico e investigación	181
4.1	Áreas prioritarias de análisis	181
4.2	Relaciones con la comunidad académica y conferencias	183
4.3	Difusión y comunicación	183
5	Supervisión y regulación bancaria	184
5.1	Actividad supervisora	184
5.2	Actividad sancionadora	186
5.3	Actividad regulatoria y cambios normativos	188
5.4	Información financiera y prudencial	191
5.5	Central de Información de Riesgos	191
6	Funciones operativas	192
6.1	La política monetaria y la gestión de los activos del Banco de España	192
6.2	El funcionamiento y la vigilancia de los sistemas de pagos	193
6.3	La gestión de los billetes	194
6.4	Las operaciones del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	195
7	La función estadística del Banco de España	196
7.1	Principales novedades durante 2009	196
7.2	Trabajos relacionados con la recogida, gestión y difusión de la información estadística	197
8	Servicio de Reclamaciones	198
9	Comunicación externa	198
9.1	Relaciones con los medios de comunicación	198
9.2	Programa de comunicación institucional	199

	10	Organización y administración interna	202
	10.1	Recursos Humanos y Organización	202
	10.2	Adquisiciones y Servicios Generales	203
	10.3	Mantenimiento y Obras	204
	10.4	Gestión Documental Corporativa	204
	10.5	Sistemas de Información y Procesos	205
	10.6	Intervención General	206
	10.7	Auditoría Interna	207
CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA	1	Introducción	211
	2	Balance y cuenta de resultados	212
	3	Memoria explicativa	215
	4	Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994	252
ANEJO LEGISLATIVO	1	Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2009 hasta marzo de 2010	263
	2	Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación	289
ÍNDICES		Índice de cuadros	295
		Índice de gráficos	297
		Índice de recuadros	299
COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO DEL BANCO DE ESPAÑA		Organigrama general del Banco de España	303
		Consejo de Gobierno	304
		Comisión Ejecutiva	305

1 RASGOS BÁSICOS

Rasgos básicos

1 Introducción

La economía mundial ha vivido la perturbación más grave desde la Segunda Guerra Mundial. Las respuestas de política económica han tenido un alcance hasta ahora desconocido. Su reacción ha evitado una espiral catastrófica y ha conseguido activar el inicio de la recuperación, aunque la herencia de lo sucedido tendrá repercusiones de envergadura en múltiples dimensiones. En España, el impacto traumático de este episodio ha agravado las dificultades que se derivaban de los desequilibrios que se habían acumulado durante la expansión previa y por algunas de las ineficiencias que todavía arrastraba la economía, por lo que la salida de la crisis presenta complejidades y retos específicos.

En este capítulo se abordan las principales dificultades con las que se enfrenta la salida de la crisis en España y los requerimientos de política económica que la misma plantea. En el capítulo siguiente, que complementa a este con un enfoque temático más selectivo, se profundiza en los problemas de medio plazo relacionados con el crecimiento potencial y las políticas de oferta.

2 La salida de la crisis de la economía mundial

Tras experimentar la mayor contracción desde el final de la Segunda Guerra Mundial...

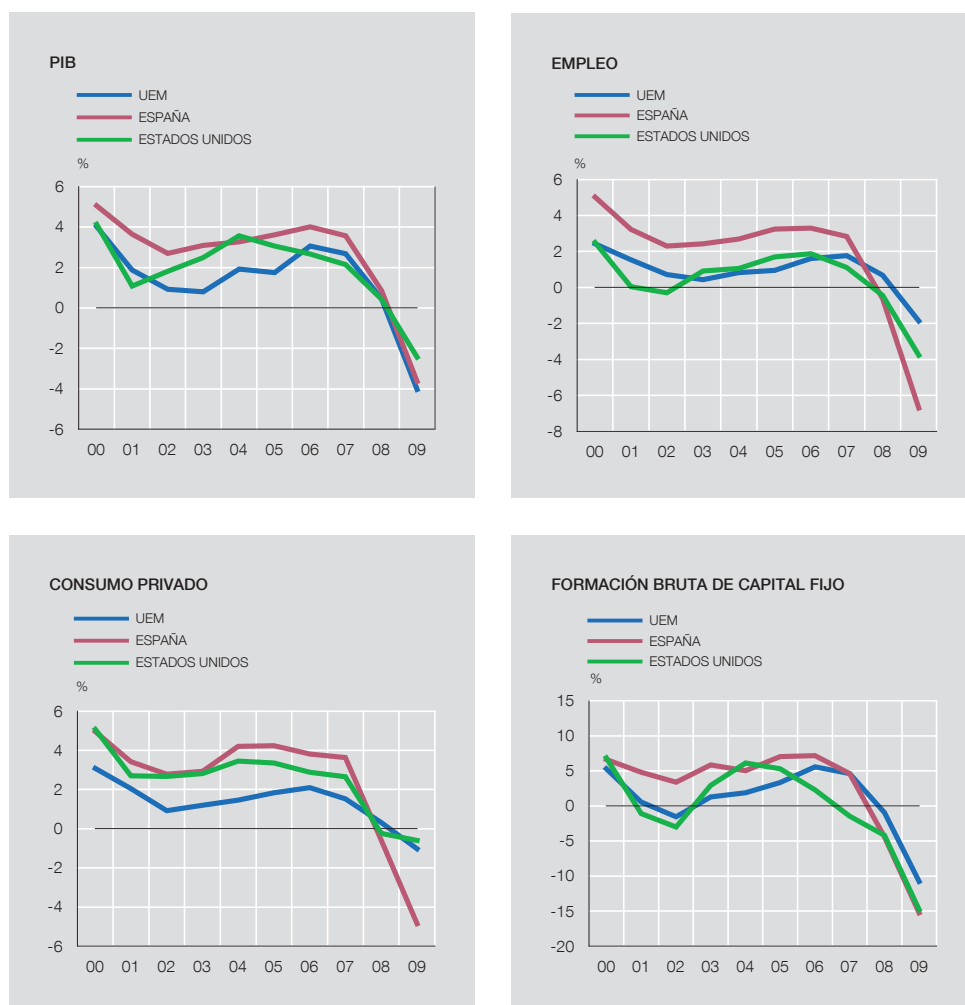
La economía mundial experimentó en el conjunto del año 2009 la mayor contracción desde el final de la Segunda Guerra Mundial (véase gráfico 1.1). El crecimiento global se situó, en media anual, en el entorno del $-0,6\%$, como resultado de la disminución del PIB en las economías desarrolladas ($-3,1\%$) y de la fuerte desaceleración del mismo en las emergentes [alrededor de 4 puntos porcentuales (pp), hasta el $2,3\%$]. Por su parte, las tasas de inflación retrocedieron hasta niveles muy moderados, o incluso negativos en el caso de las economías avanzadas, como reflejo del abaratamiento de las materias primas y del deterioro de la situación económica, que disiparon también cualquier atisbo de tensiones inflacionistas en el horizonte temporal relevante para la política monetaria.

... la economía mundial parece haber iniciado una senda de recuperación, fuertemente apoyada en la reacción rápida y contundente de las políticas económicas

El perfil de crecimiento a lo largo del año fue, no obstante, de suave recuperación, gracias sobre todo a la reacción rápida y contundente de las políticas económicas, que logró detener el proceso de retroalimentación negativo entre los sectores real y financiero en el que se había adentrado la economía mundial. Aunque no se adoptaron de manera simultánea en las diferentes áreas, las medidas fueron dirigidas, en general, a dar soporte al sistema financiero, a sostener la confianza de los agentes y a estimular la demanda agregada. Tras un primer trimestre en el que se mantuvieron las tendencias con las que se cerró 2008 —extrema fragilidad en los mercados financieros internacionales, caída pronunciada de la actividad y del comercio exterior—, se alcanzó un punto de inflexión en el segundo trimestre y el crecimiento retornó a tasas positivas en la segunda parte del ejercicio. La recuperación, sin embargo, está siendo desigual por áreas geográficas, más robusta en los países emergentes (especialmente, Asia) y más débil en los desarrollados.

La acción estabilizadora de las políticas económicas se vio también reflejada en los mercados financieros, que tendieron a normalizarse

La acción estabilizadora de las políticas económicas se vio también reflejada en los mercados financieros, que tendieron, en general, a normalizarse a medida que la acción decidida de bancos centrales y Gobiernos logró disipar los riesgos más extremos. La volatilidad y la aversión al riesgo se redujeron significativamente desde los máximos alcanzados a finales de 2008, los precios de los activos se recuperaron y algunos segmentos de los mercados de capitales fueron reabriéndose progresivamente, tras permanecer cerrados en los momentos más duros de la crisis, aunque en otros, como en el de las titulizaciones, no se registraron avances. No obstante, el proceso de normalización se ha visto interrumpido en varias ocasiones por el surgimiento de episodios de inestabilidad, en algunos casos relacionados con la percepción de riesgo soberano, que evidencian la persistencia de algunos elementos de fragilidad. Estos episodios se agudizaron de



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

una manera extrema en los primeros meses de 2010, a raíz de la crisis fiscal griega y sus repercusiones sobre los mercados financieros no solo en Europa, sino también en el resto del mundo.

Las previsiones apuntan hacia una progresiva recuperación de la demanda del sector privado, que proporcionaría una base más sólida para el dinamismo de la actividad...

Las predicciones disponibles apuntan hacia un escenario central en el que la demanda autónoma del sector privado iría relevando las bases de naturaleza eminentemente transitoria (políticas económicas extraordinariamente expansivas y cambios en el ciclo de existencias) y, por tanto, insuficientemente sólidas, sobre las que se ha asentado hasta ahora la recuperación. De este modo, el crecimiento seguirá fortaleciéndose a lo largo de 2010 y 2011, si bien el lastre acumulado en términos de endeudamiento pesará sobre la demanda del sector privado, anticipándose una salida lenta de la recesión y unos niveles de actividad bastante por debajo de un potencial que, a su vez, se ha visto afectado negativamente también por la crisis. Por su parte, las tasas de inflación se mantendrán —al menos, en los países desarrollados— en registros muy moderados, coherentes con los excesos de capacidad generados por la crisis.

... pero la incertidumbre y los riesgos que rodean estas perspectivas son elevados

Pero la incertidumbre y los riesgos que rodean estas perspectivas continúan siendo elevados. Las intensas perturbaciones que están en el origen de la crisis han dejado al descubierto importantes vulnerabilidades en los balances de entidades financieras, empresas y, en algunos casos, familias. La absorción de estos desequilibrios puede ser más lenta que lo que contem-

plan los escenarios centrales. Las repercusiones de la crisis fiscal griega revelan que los riesgos asociados a un posible resurgimiento de tensiones financieras con implicaciones negativas para el crecimiento y el empleo no han sido complementamente superadas. Asimismo, el desigual desarrollo geográfico de la recuperación económica puede tener efectos sobre el precio de las materias primas o sobre la volatilidad de tipos de cambio o de interés adicionales a los considerados en los escenarios centrales.

La solidez de la recuperación dependerá también de la capacidad de Gobiernos y bancos centrales para modular adecuadamente el ritmo de retirada de las medidas excepcionales adoptadas y para extraer las lecciones pertinentes de esta crisis y emprender las reformas consiguientes.

El acompasamiento de la retirada de las medidas no convencionales al proceso de normalización de los mercados financieros es un desafío importante para la política monetaria en el corto plazo

Tras reducir —hasta agotar, en el caso de los países desarrollados— los márgenes de maniobra existentes en la actuación convencional de la política monetaria, y en un contexto en el que subsistían distorsiones en segmentos relevantes del mecanismo de transmisión, los bancos centrales implementaron medidas excepcionales orientadas a reforzar la transmisión de la bajada de los tipos de interés a los costes financieros de los agentes y a facilitar la accesibilidad de estos a la financiación. Como consecuencia, sus balances se expandieron notablemente y se alteró la composición de su activo. Dependiendo de los respectivos marcos operativos de partida, las innovaciones implicaron el aumento del número de instituciones con acceso a la financiación del banco central, la ampliación del colateral aceptado en las operaciones de política monetaria, el alargamiento de los plazos a los que se suministraba liquidez al mercado, y programas de adquisición de activos públicos y privados (o préstamos al sector privado para su compra). Algunas de estas medidas de apoyo se fueron retirando conforme progresaba la recuperación de los mercados, si bien las tensiones asociadas a la crisis griega requirieron la reactivación de algunas de ellas. En cualquier caso, la ausencia de presiones inflacionistas en el horizonte inmediato facilita esta tarea, aunque no se pueden minusvalorar los riesgos que, a medio plazo, podrían derivarse del ya comentado desigual ritmo geográfico de la recuperación o de eventuales avances insuficientes en el ámbito de la consolidación de las cuentas públicas. Tampoco se puede descartar a priori que lo aprendido durante esta crisis pueda aconsejar el mantenimiento de alguna de las medidas adoptadas.

Para la política fiscal, los principales retos son el diseño y la implementación de estrategias de consolidación presupuestaria que permitan alcanzar a medio plazo unas finanzas públicas saneadas

En efecto, la magnitud de las medidas extraordinarias adoptadas y el consiguiente volumen de recursos comprometidos han alcanzado dimensiones sin precedentes, agotando todos los márgenes de maniobra disponibles y dando lugar a un marcado deterioro de las cuentas públicas. Estas acciones, necesarias como fueron para reducir la incertidumbre sobre la solvencia a largo plazo de instituciones financieras y para estimular la demanda agregada, chocan ahora con la necesidad de asegurar la sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas. Es esencial que los Gobiernos prevengan que la acumulación de riesgos en el sector público termine por desanclar las expectativas de inflación y elevar los tipos de interés a largo plazo, con el consiguiente perjuicio para el crecimiento y el empleo. El diseño y la implementación de estrategias de consolidación presupuestaria que, sin poner en riesgo la incipiente recuperación, permitan alcanzar a medio plazo unas finanzas públicas saneadas constituyen hoy los principales retos de la política fiscal en la mayoría de las economías desarrolladas.

Y han de extraerse aún las implicaciones de la crisis para la dimensión óptima del sector financiero y su regulación

Los Gobiernos se enfrentan también a otros retos en el ámbito financiero. Así, es importante que los procesos de desapalancamiento en los que se halla inmersa buena parte de los sistemas financieros discurran por cauces ordenados, evitando de este modo eventuales accidentes que pudieran poner en riesgo la disponibilidad de los fondos necesarios para sustentar la recuperación de la demanda. Asimismo, la crisis financiera ha puesto de manifiesto diferentes deficiencias en el diseño de la regulación financiera. Los primeros pasos para la corrección de esas deficiencias, en un marco de coordinación internacional suficiente, se han comenzado a

dar ya en el seno del G 20 y del Consejo de Estabilidad Financiera (véase recuadro 3.2). Pero queda recorrido aún para avanzar en el diseño de un marco regulatorio que refuerce la seguridad global del sistema sin obstaculizar indebidamente su desarrollo.

3 La política monetaria de la zona del euro

El área del euro ha compartido las principales características antes descritas para la economía mundial

La economía del área del euro no fue ajena a las tendencias antes descritas. La fase recesiva fue especialmente intensa en el último trimestre de 2008 y los primeros meses de 2009. A partir de entonces, los efectos de las contundentes medidas de política monetaria y fiscal adoptadas, el cambio en el ciclo de inventarios, la estabilización de los mercados financieros internacionales y la reactivación de la economía mundial —con la consiguiente recuperación de los flujos de comercio internacional— confluyeron para moderar el deterioro del gasto interior e impulsar las exportaciones, a pesar de que el tipo de cambio fue apreciándose a lo largo del año. De este modo, aunque en el conjunto del año el PIB se contrajo un 4%, en el segundo semestre se observaron ya tasas intertrimestrales de crecimiento reducidas, pero positivas.

La evolución de la inflación, por su parte, vino en buena medida determinada por la trayectoria de los precios de las materias primas en los mercados internacionales, en un contexto de debilidad de la demanda y ampliación del exceso de capacidad productiva. La tasa media del año se situó en el 0,3%, si bien se registraron valores negativos en los meses centrales del año, que se elevarían en el tramo final y en los primeros meses de 2010 (1,4% en marzo de 2010).

Las previsiones disponibles apuntan a un período de recuperación lenta, con baja inflación y sujeta a riesgos e incertidumbres no despreciables

Las previsiones disponibles apuntan a un período de recuperación lenta, lastrada por el elevado grado de holgura existente en la economía (baja utilización de la capacidad instalada y alto desempleo), el reducido nivel de los márgenes, el necesario saneamiento de los balances del sector privado y el progresivo desvanecimiento del impulso de las políticas aplicadas, factores todos ellos que limitarán la recuperación del consumo y la inversión productiva privada. El crecimiento será, asimismo, desigual entre los países del área. Los precios, en este contexto, seguirán avanzando a ritmos notablemente contenidos.

Los riesgos e incertidumbres que rodean estas previsiones continúan siendo elevados. El alcance final de la recuperación de la economía y el comercio mundiales, sus efectos sobre los precios de las materias primas y sobre los desequilibrios globales acumulados antes de la crisis, e insuficientemente corregidos durante esta, y los avances en la normalización de las condiciones financieras internacionales condicionarán, sin duda, el dinamismo de los precios y la actividad en la UEM. Y lo harán también las decisiones que las autoridades fiscales y monetarias deberán adoptar, en un contexto particularmente complejo.

La contribución de la política monetaria ha sido clave para lograr la estabilización de la economía, tanto recortando sustancialmente los tipos de interés oficiales...

La ausencia de presiones inflacionistas en el medio plazo, en un contexto de notable deterioro de la actividad económica, determinó que el Eurosistema continuara con la relajación del tono de la política monetaria que había iniciado en octubre de 2008, reduciendo progresivamente los tipos oficiales hasta que alcanzaron el 1% en mayo de 2009. Se completó así una disminución de 325 puntos básicos (pb) en siete meses, un impulso monetario de magnitud sin precedentes.

... como instrumentando una provisión generosa de liquidez y otras medidas expansivas no convencionales

Simultáneamente, con el objetivo de mitigar las disfunciones que la crisis financiera mundial causaba en los mercados interbancarios y, por tanto, en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, el Eurosistema continuó adoptando nuevas medidas expansivas no convencionales que prolongaron la política de apoyo al crédito —*enhanced credit support*— iniciada a finales del ejercicio anterior. A diferencia de otros bancos centrales, estas medidas se dirigieron exclusivamente al sistema bancario, cuya relevancia en la intermediación de la financiación en la zona del euro es notablemente mayor que en otras áreas.

Más concretamente, se continuaron atendiendo en su totalidad las demandas de fondos en todas las operaciones de mercado abierto, se prolongó la vigencia de la lista ampliada de activos de garantía admitidos (hasta finales de 2010, de hecho) y se incluyó al Banco Europeo de Inversiones como una entidad de contrapartida adicional. Además, se introdujeron tres nuevas operaciones con vencimiento a doce meses, duplicando así el plazo máximo vigente hasta entonces. En la primera de estas subastas se inyectó una cantidad récord de 442 mm de euros. Cabe destacar, igualmente, la puesta en marcha en julio de un programa de adquisición de bonos garantizados —*covered bonds*—, grupo al que pertenecen las cédulas hipotecarias españolas, con el objetivo, entre otros, de mejorar la liquidez de este segmento del mercado, fuertemente afectado por la crisis y de gran relevancia para la financiación de las entidades y de sus clientes. El programa, que se prolongará hasta junio de 2010, contempla un volumen máximo de 60 mm de euros.

Este conjunto de medidas ha facilitado que la marcada relajación del tono de la política monetaria se haya ido trasladando a los tipos aplicados por las entidades bancarias en sus operaciones tanto activas como pasivas. Adicionalmente, han supuesto también que, ante la práctica inoperancia de los mercados interbancarios, el Eurosistema pasara a satisfacer directamente las necesidades brutas de liquidez de las entidades individuales, para, más tarde, reabsorber mediante operaciones de drenaje o a través de la facilidad de depósito el consiguiente exceso sobre las necesidades estructurales netas del sistema. Como resultado, ha tenido lugar una sustancial expansión del balance de los bancos centrales, que, no obstante, ha sido menor que en otras áreas y ha comenzado a revertirse cuando han comenzado a aparecer los primeros síntomas de normalización financiera, mediante el simple procedimiento de no renovar las operaciones a su vencimiento.

El ritmo de desactivación de las medidas extraordinarias se está modulando para que no ponga en riesgo la estabilidad de precios ni interfiera negativamente con el proceso de normalización financiera

La normalización financiera iniciada en la mayoría de los mercados en la segunda parte de 2009 y la mejora de las perspectivas económicas que la han acompañado permitieron que el BCE anunciara, ya a finales de ese año, la interrupción progresiva de las operaciones de financiación extraordinarias a un año y a seis meses, y el retorno a la periodicidad mensual original de las de tres meses. Más tarde, en marzo de 2010, se anunció el retorno al sistema de subastas a tipo variable para las operaciones a tres meses. No obstante, ante el resurgimiento de las tensiones en los mercados derivadas de la crisis griega, el BCE decidió volver a reforzar la provisión de liquidez a tres y a seis meses y retomar las operaciones en dólares, al tiempo que adoptó un programa de intervención en los mercados de deuda pública y privada cuya disfuncionalidad ponía en peligro el normal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estas intervenciones están siendo esterilizadas para que no afecten al tono de la política monetaria y no interfieran sobre las expectativas de evolución futura de los tipos de interés oficiales.

De este modo, la política monetaria única se está enfrentando a retos de primera magnitud en el proceso de cómo modular el retorno a un marco operativo normalizado, previniendo, por un lado, una prolongación excesiva de las medidas extraordinarias que pudiera generar riesgos para la estabilidad de precios, pero evitando, por otro, interferir negativamente en el proceso de normalización de los mercados financieros internacionales. Adicionalmente, deberán también extraerse las lecciones apropiadas de esta crisis, si bien debe señalarse que el marco operativo del que se partía se ha manifestado como suficientemente flexible y robusto, por lo que, al menos a priori, no parecen necesarios cambios de gran calado.

A medio plazo, la valoración de los riesgos para la estabilidad de precios seguirá...

A medio plazo, los mayores retos parecen asociados a la necesidad de calibrar los riesgos para la estabilidad de precios, en un escenario de lento crecimiento y de elevada incertidumbre, que será también muy dependiente de las actuaciones que se implementen en otros

... teniendo que realizarse en un contexto de considerable complejidad

La política fiscal ha contribuido también decisivamente a amortiguar el deterioro de la actividad, pero se ha producido un incremento muy rápido e intenso del déficit público y de la deuda

Dado el desequilibrio fiscal acumulado, se hace imprescindible la adopción de una estrategia transparente y creíble de consolidación presupuestaria a medio plazo

ámbitos de la política económica. El episodio de crisis fiscal en Grecia ha puesto de manifiesto que el proceso de normalización del sistema financiero puede estar sujeto aún a tensiones ocasionales que dificulten atender las demandas de crédito que se generarán cuando se afiance la recuperación de la actividad. Pero, sobre todo, ha ilustrado las tensiones que podría generar un avance insuficiente en los programas de consolidación fiscal anunciados.

La política fiscal contribuyó decisivamente también a detener la peligrosa espiral de deterioro financiero y real a través de medidas discrecionales para apoyar a sectores concretos (como el financiero o el del automóvil) o de carácter más general de impulso de la demanda (algunas de las cuales se extienden a 2010), así como mediante el libre funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Pero estas actuaciones han agotado los márgenes de maniobra disponibles y han generando un deterioro sin precedentes de las finanzas públicas de los países del área del euro que es preciso, ahora, corregir. Según las estimaciones de la Comisión Europea de enero de 2010, el déficit público en la UEM se situó en 2009 en el 6,3% del PIB, el valor más alto registrado en los últimos decenios y muy por encima del 2% alcanzado en 2008. Trece países de la zona del euro se encuentran en una situación de déficit excesivo y la ratio deuda sobre el PIB ha entrado también en una fase de marcado crecimiento, y se espera que en 2010 se sitúe en torno al 84% del PIB, frente al 69,4% de 2008. Y no se puede olvidar que estas cifras no contemplan los pasivos contingentes asociados al envejecimiento de la población ni los adquiridos en el marco de los planes de ayuda al sistema financiero.

En estas condiciones, es imprescindible que los Gobiernos acometan planes ambiciosos y creíbles de consolidación fiscal, que eliminen la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, planes que deben tener en cuenta sus implicaciones sobre la oferta de la economía —en particular, sobre los incentivos al empleo y al ahorro—, así como sobre la innovación y la mejora del capital humano. La experiencia muestra también que las consolidaciones fiscales más exitosas fueron las que estuvieron basadas más en recortes del gasto que en incrementos de los impuestos.

De acuerdo con las recomendaciones que el ECOFIN elaboró en noviembre de 2009, todos los países que se encontraban en una situación de déficit excesivo debían realizar esfuerzos de consolidación elevados, como muy tarde, a partir de 2011. Las medidas contempladas en las actualizaciones de los Programas de Estabilidad y Convergencia presentados a comienzos de este año supusieron pasos en la dirección adecuada, pero la crisis de credibilidad fiscal griega vino a añadir un elemento adicional de presión que evidenció hasta qué punto es necesario establecer los compromisos con la consolidación fiscal de una manera suficientemente ambiciosa y creíble y cuáles pueden ser los costes de no hacerlo tanto para los países involucrados como para el área en su conjunto. Asimismo, este episodio ha puesto al descubierto también algunas debilidades en los procedimientos de gobernanza de las políticas económicas en el área del euro y carencias en el ámbito de los mecanismos de resolución de crisis que es preciso revisar y corregir. Las primeras, para prevenir la acumulación de desequilibrios que, aun incidiendo primera y fundamentalmente sobre la economía involucrada, tienen implicaciones negativas también para el conjunto del área, que es preciso tomar en consideración. Las segundas, para reforzar la solidez de la propia área.

Las autoridades europeas han respondido a estos retos con decisión y con contundencia. En primera instancia, acordaron un programa de ayuda a Grecia, cuyo alcance inicial se amplió para contemplar un volumen de hasta 110 mm de euros. Este programa se activó a petición de las autoridades griegas, una vez las autoridades de ese país adoptaron un pro-

grama ambicioso y creíble de consolidación fiscal, previamente acordado con la CE, el FMI y el BCE. Más tarde, en mayo, ante el recrudecimiento de las tensiones y la incertidumbre, el compromiso de los Gobiernos nacionales y de las instituciones europeas con la estabilidad del área se reforzó adicionalmente con el establecimiento del Mecanismo Europeo de Estabilización, un programa de mucha mayor envergadura (podría extenderse hasta 750 mm de euros) acordado por el ECOFIN en su reunión extraordinaria de los días 9 y 10 de dicho mes. Como en el caso anterior, la estricta condicionalidad de los apoyos constituye una pieza central del entramado. En paralelo con este mayor esfuerzo agregado, varios Gobiernos nacionales —el español entre ellos— han dado pasos adicionales para acelerar y reforzar sus programas individuales de consolidación fiscal.

Estas acciones se están complementando, por otro lado, con la puesta en marcha de un proceso de revisión de los mecanismos de gobernanza económica, a la luz de las lecciones que cabe extraer de esta crisis. Aunque dicho proceso está todavía en su fase inicial, se apuntan ya los ámbitos principales en los que cabe anticipar que se concentren los cambios. Así, el brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento puede necesitar un cierto reforzamiento en el que se otorgue, además, una mayor relevancia a los aspectos relacionados con la sostenibilidad de las finanzas públicas. También parece razonable avanzar en el diseño de mejores y más eficaces incentivos y mecanismos para garantizar un cumplimiento más estricto de los compromisos presupuestarios adquiridos. Y es probable, igualmente, una ampliación del marco de supervisión multilateral de los desarrollos económicos para cubrir el conjunto de los desequilibrios macroeconómicos y competitivos y establecer un procedimiento sistemático para su diagnóstico y seguimiento, así como para una mayor coordinación ex-ante de las políticas económicas. A más medio plazo, habrá que atender también la petición de los Jefes de Estado y de Gobierno de articular un mecanismo permanente para la resolución de eventuales episodios futuros de tensión, que garantice los apoyos financieros necesarios, sujetos siempre a un principio de condicionalidad estricta.

La respuesta de política económica se completa con la necesidad de emprender reformas estructurales para prevenir nuevas crisis financieras y aumentar la eficiencia y la productividad de la economía

Finalmente, la crisis ha hecho más apremiante la necesidad de acometer una serie de reformas estructurales, en un doble frente. Por un lado, en los ámbitos de la regulación y la supervisión financieras, con objeto de prevenir situaciones como las que desencadenaron la situación actual y con la necesaria coordinación en los foros internacionales antes citados. En este sentido, hay que valorar positivamente los avances registrados en la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico y el Sistema Europeo de Supervisores Financieros. Por otro lado, el pasado 3 de marzo la Comisión Europea hizo pública su propuesta de renovación de la Estrategia de Lisboa —la Estrategia Europa 2020—, iniciando así el proceso que debe llevar a la aprobación de dicha reforma por el Consejo Europeo a mediados de este año. La propuesta identifica tres prioridades (cifradas en garantizar un crecimiento inteligente, sostenible e incluyente), que se plasman en objetivos concretos en términos de incrementar los niveles de empleo y de inversión en I + D, y de reducir las emisiones de gases contaminantes, las ratios de fracaso escolar y de población sin estudios superiores, y la pobreza. Asimismo, se contemplan mecanismos para reforzar la gobernanza económica europea. Esta Estrategia debería contribuir de una manera más decisiva que su predecesora a impulsar la introducción de una serie de reformas estructurales cuya necesidad para sustentar tasas de crecimiento y de empleo mayores y más sostenibles resulta aún más apremiante tras la crisis.

4 Los retos que plantea la superación de la crisis en España

La economía española experimentó en 2009 una acusada contracción, con un descenso del PIB del 3,6 % en el promedio del ejercicio, lo que representa la mayor caída de la actividad de las últimas décadas. Esta evolución estuvo en consonancia con la severidad de las tendencias

		2004	2005	2006	2007	2008	2009
DEMANDA Y PRODUCTO (b)	Producto interior bruto	3,3	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,6
	Consumo privado	4,2	4,2	3,8	3,6	-0,6	-4,9
	Consumo público	6,3	5,5	4,6	5,5	5,5	3,8
	Formación bruta de capital	5,2	6,5	8,3	4,3	-3,9	-15,0
	Inversión en equipo	5,1	9,2	9,9	9,0	-1,8	-23,1
	Inversión en construcción	5,4	6,1	6,0	3,2	-5,5	-11,2
	<i>Vivienda</i>	5,9	6,1	6,2	3,0	-10,3	-24,5
	<i>Otras construcciones</i>	5,0	6,2	5,8	3,3	-0,4	1,6
	Exportación de bienes y servicios	4,2	2,5	6,7	6,6	-1,0	-11,5
	Importación de bienes y servicios	9,6	7,7	10,2	8,0	-4,9	-17,9
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)	Empleo total	2,7	3,2	3,3	2,8	-0,6	-6,7
	Tasa de ocupación (d)	62,0	64,3	65,7	66,6	65,3	60,6
	Tasa de paro	11,0	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0
	Remuneración por asalariado	3,0	3,7	4,0	4,5	6,1	3,7
	Costes laborales unitarios	2,4	3,3	3,3	3,8	4,6	0,4
	Deflactor del PIB	4,0	4,3	4,1	3,3	2,5	0,2
	Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	3,2	3,7	2,7	4,2	1,4	0,8
	Índice de precios de consumo (media anual)	3,0	3,4	3,5	2,8	4,1	-0,3
	Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	0,9	1,2	1,4	0,7	0,9	-0,5
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)	Ahorro de los sectores residentes (f)	23,5	22,9	22,6	21,5	20,2	20,3
	<i>Administraciones Públicas</i> (f)	3,1	4,5	5,7	6,0	-0,1	-6,7
	Inversión de los sectores residentes	28,3	29,5	31,0	31,1	29,3	25,0
	<i>Administraciones Públicas</i>	3,4	3,6	3,6	4,1	4,0	4,5
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-4,8	-6,5	-8,4	-9,6	-9,1	-4,7
	<i>Administraciones Públicas</i>	-0,4	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,2
	Deuda bruta de las Administraciones Públicas	46,2	43,0	39,6	36,2	39,7	53,2
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g)	Tipo de intervención semanal del BCE	2,0	2,0	2,8	3,9	3,9	1,2
	Tipo de la deuda pública a diez años	4,1	3,4	3,8	4,3	4,4	4,0
	Tipo sintético del crédito bancario	4,0	3,8	4,6	5,7	6,2	3,8
	Índice General de la Bolsa de Madrid (Base DIC 1985 = 100)	859,9	1060,2	1324,0	1631,8	1278,3	1042,4
	Tipo de cambio dólar/euro	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,4
	Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (h)	100,7	100,8	101,1	102,3	104,1	104,0
	Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (i)	106,4	108,8	111,6	115,0	118,5	114,6
	Tipo de cambio efectivo real con la UEM (i)	105,1	107,4	110,0	112,5	113,8	109,3
	Medios de pago	11,3	14,4	11,5	-2,9	-3,2	8,5
	Activos líquidos (j)	5,9	11,5	8,5	8,4	9,8	1,0
	Financiación total de las familias	20,2	20,9	19,6	12,5	4,4	-0,3
Financiación total de las empresas no financieras	13,2	21,4	27,9	17,7	7,9	-0,9	

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

a. Los datos de la *Contabilidad Nacional de España* corresponden a la base 2000.

b. Índices de volumen. Tasas de variación.

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

d. Tasa de ocupación (16-64).

e. Niveles en porcentajes del PIB.

f. Incluye transferencias netas de capital recibidas.

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

h. Base I TR 1999 = 100.

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

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

La economía española experimentó en 2009 la mayor caída de la actividad de las últimas décadas, aunque los descensos del PIB se fueron atenuando a lo largo del año

Las previsiones disponibles apuntan a una recuperación débil y gradual, y no exenta de dificultades

La recesión en España ha mostrado elementos singulares: la intensa caída del gasto interno...

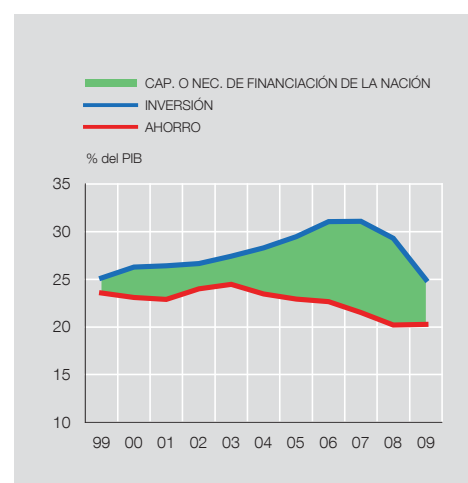
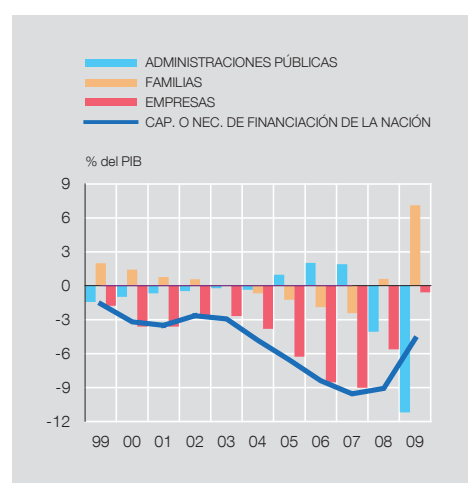
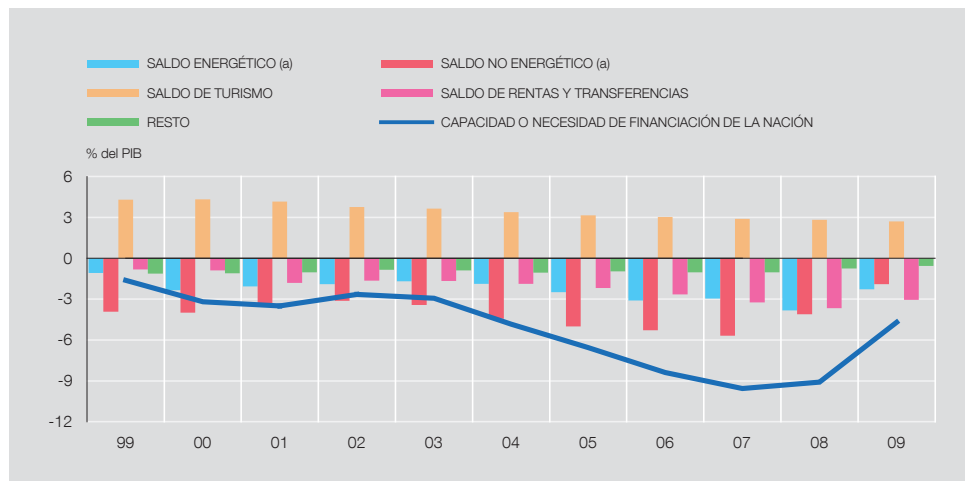
... que ha contribuido de manera muy significativa a reducir la necesidad de financiación de la nación en términos del PIB...

contractivas globales, aunque influida también por los desequilibrios acumulados durante la fase expansiva previa. El proceso de estabilización de los mercados financieros y de recuperación en algunas economías, junto con el efecto de los estímulos fiscales instrumentados a lo largo de la crisis y de la reducción de los tipos de interés, permitieron una cierta suavización del perfil de disminución de la actividad a partir del primer trimestre, que terminó el año con un recorte del PIB de tan solo una décima en términos de la tasa intertrimestral (del 3,1% si se compara con el último trimestre de 2008). La recesión en España ha sido, por tanto, prolongada, y el crecimiento ha retornado en la primera parte de 2010 con debilidad y cierto retraso en relación con la mayoría de los países industrializados.

Las previsiones disponibles apuntan a una recuperación débil y gradual, no exenta de importantes desafíos. Más allá de las dudas que planean sobre la recuperación a escala global, y que lógicamente afectan también a la economía española, la salida de la crisis en España presenta algunas dificultades particulares como consecuencia de los desequilibrios que se habían acumulado durante la fase expansiva previa y cuya corrección condiciona la pauta de reanudación del crecimiento. Estos desequilibrios se habían manifestado en una concentración excesiva de recursos en el sector inmobiliario, un elevado endeudamiento del sector privado y unos riesgos para la competitividad, como consecuencia de una década de aumentos de costes y precios superiores a los de la UEM y de un escaso dinamismo de la productividad. Todo ello se había materializado en un elevado déficit exterior y en un continuado aumento de la deuda externa. Posteriormente, el desarrollo de la crisis ha provocado un extraordinario aumento del desempleo y un rápido incremento del déficit y del endeudamiento público, que se han venido a sumar a los desequilibrios que es preciso rectificar para recuperar una senda de crecimiento sostenido.

Este conjunto de factores ha determinado que la recesión en España haya mostrado una serie de rasgos distintivos. Entre ellos, cabe destacar el importante papel que ha desempeñado la caída del gasto interno en la contracción del producto (la demanda nacional se redujo un 6,1% en 2009), impelida por el retroceso del consumo de los hogares (-4,9%) y por el descenso de la inversión residencial (-24,5%), a lo que se unió, con algún retraso, la inversión productiva de las empresas. Por el contrario, la demanda exterior neta ha tenido una aportación positiva al crecimiento del producto de 2,8 pp, amortiguando, como en etapas contractivas previas, el impacto del retroceso del gasto interno sobre la actividad. Detrás de esta contribución positiva, en un año en que los flujos de comercio estuvieron sujetos a importantes convulsiones, se encuentra sobre todo el recorte de las importaciones, arrastradas por la contracción de la demanda final, aunque las exportaciones recobraron un cierto dinamismo en los meses finales del ejercicio. Si no se modifica la excesiva relación que se ha observado tradicionalmente entre la demanda final y las compras al exterior, resultará imprescindible que, a medida que se establezca el gasto interno y las importaciones incrementen su ritmo de expansión, las exportaciones ganen peso en el comercio mundial, lo que, en el marco de la estabilidad cambiaria de la UEM, supone un envite muy exigente.

La brusca contención del gasto interior ha permitido reducir la necesidad de financiación de la nación, que ha descendido desde el 9,1% del PIB en 2008 al 4,7% del PIB en 2009, a lo que ha contribuido, sobre todo, la corrección del déficit comercial, por el significativo descenso de las importaciones (véase gráfico 1.2). El resto de partidas de la cuenta corriente que han venido mostrando signo deficitario en los últimos años ha experimentado también una cierta corrección, mientras que el superávit turístico se ha reducido. En conjunto, la disminución del déficit exterior tiene un componente cíclico elevado; una corrección permanente del mismo requerirá implementar cambios de calado en la estructura productiva y una mejora significativa de la competitividad.



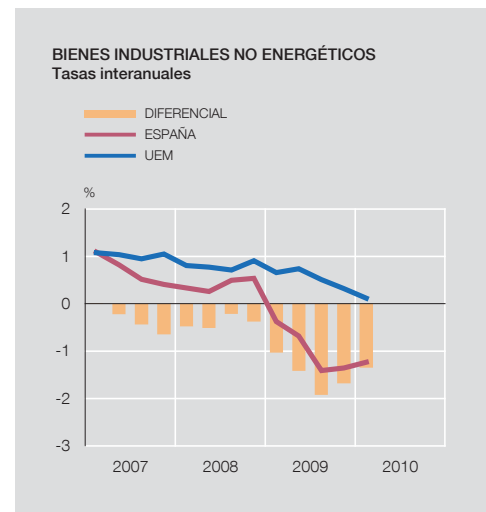
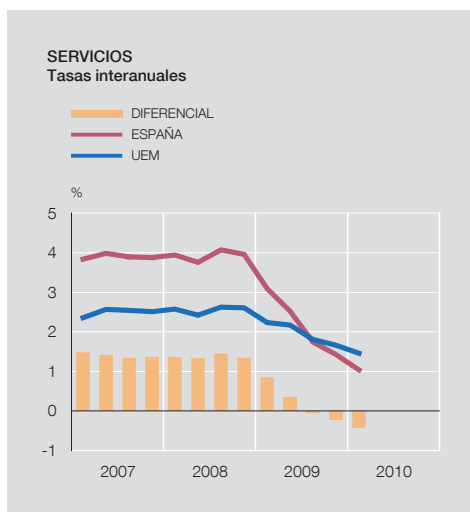
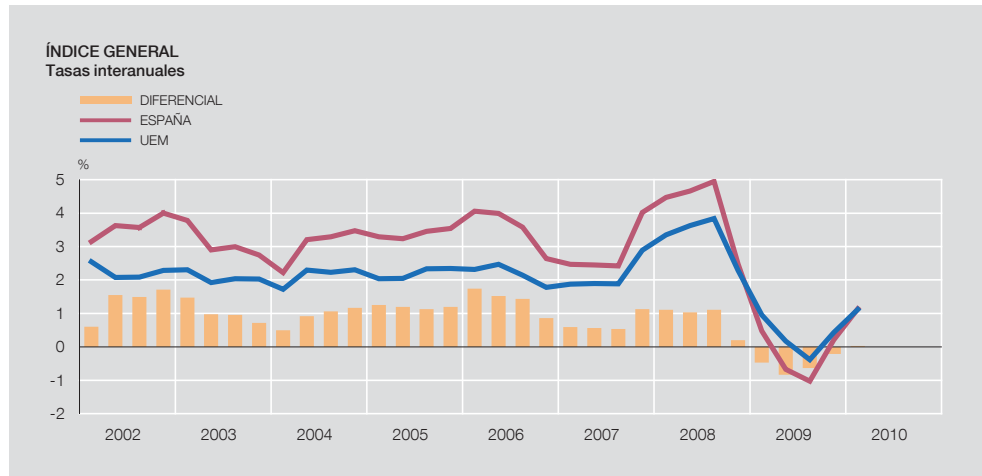
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Aduanas y Banco de España.

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

Desde el punto de vista de la posición financiera de los sectores institucionales, el ajuste solo refleja parcialmente la importante mejora de la capacidad de financiación del sector privado, que desde el inicio de la crisis ha aumentado su ahorro y reducido su inversión, puesto que las AAPP han incrementado considerablemente sus necesidades de financiación. La mejora de la capacidad de financiación del sector entre 2007 y 2009 ascendió a 18 pp del PIB, con una aportación relativamente similar de empresas y hogares. Como consecuencia de este proceso, las familias mostraban en el conjunto de 2009 una capacidad de financiación equivalente al 7,1% del PIB, mientras que el saldo del sector empresarial continuaba siendo deficitario (2,2% del PIB), en cuantía muy inferior, en todo caso, a la del año precedente.

... y a modificar la dinámica de la inflación, que durante la mayor parte del año registró valores negativos, influida también por los descensos en los precios de la energía...

Los recortes de la demanda interna influyeron sobre la trayectoria de la inflación, que redujo su ritmo de avance de forma muy significativa a lo largo del ejercicio, influida también por los descensos de los precios de los productos energéticos. En el promedio de 2009, el IPC se redujo un 0,3%. La moderación de precios fue superior a la de la zona del euro, lo que determinó que los diferenciales de inflación fueran negativos durante prácticamente todo el año, algo inédito desde la puesta en marcha de la UEM (véase gráfico 1.3). La



FUENTE: Eurostat.

... en relación con los niveles del año previo

disminución de la inflación subyacente como consecuencia de la caída de los precios de los bienes industriales no energéticos y de la moderación de los aumentos de los correspondientes a los servicios —donde se han producido los mayores progresos en relación con la UEM— refleja la existencia de un incremento en la sensibilidad de los precios a la situación cíclica y, posiblemente, de cambios en los procesos de fijación de precios que han de consolidarse, pues suponen una aportación muy valiosa para la mejora de la competitividad y la recuperación del crecimiento. Para lo que resta de 2010, se espera que continúe la trayectoria de moderación, en un contexto de debilidad del gasto, a pesar del posible impacto del IVA a partir de julio.

Pero el rasgo más negativo de la economía española durante la crisis ha sido la magnitud alcanzada por el proceso de destrucción de puestos de trabajo y por el incremento del desempleo

El rasgo diferencial más negativo del comportamiento de la economía española durante la crisis es la intensidad alcanzada por la destrucción de puestos de trabajo (-6,7% en el promedio del año) y por el incremento en la tasa de paro (hasta situarse en el 20% en el primer trimestre de este año), cifras que reflejan una respuesta contundente del mercado laboral a la contracción de la actividad, de mayor intensidad que en otros países europeos y que comporta flujos de salida del mercado laboral más intensos que en fases recesivas previas. A pesar del deterioro cíclico, los salarios reales mostraron un acusado repunte, si bien su impacto sobre los costes laborales por unidad de producto se vio

amortiguado por el incremento de la productividad, debido, en gran medida, a la destrucción de empleo.

Y se ha producido un severo deterioro de las finanzas públicas como consecuencia de la severa contracción de la actividad y de las medidas excepcionales de estímulo

Otro aspecto que ha ido cobrando importancia creciente a medida que se prolongaba la fase recesiva ha sido el deterioro de las finanzas públicas. La contracción económica ha socavado las bases impositivas, produciendo una intensa reducción en la recaudación, y ha acelerado el gasto en prestaciones por desempleo y en otras partidas ligadas al ciclo. Pero, adicionalmente, las medidas de estímulo excepcionales adoptadas por el Gobierno ante la profundidad de la recesión, en línea con las orientaciones seguidas a escala global, han determinado un impulso fiscal de gran magnitud, superior al de otros países desarrollados, contribuyendo a ampliar el desequilibrio fiscal. Este cúmulo de factores ha reducido la ratio de ingresos públicos con respecto al PIB en 6,4 pp desde 2007 (hasta el 34,7%) y ha aumentado la ratio de gasto en 6,7 pp (hasta el 45,9%), elevando el déficit público a una cifra récord en 2009, del 11,2% del PIB. La deuda pública, por su parte, se situó en el 53,2% del PIB, frente a un mínimo histórico del 36,2% del PIB dos años antes.

La complejidad de los factores que subyacen a la recesión en España tiene importantes implicaciones para la recuperación de una senda de crecimiento sostenido. En este capítulo se abordan, en primer lugar, aquellos aspectos del ajuste que mayor importancia tienen para la consolidación de la recuperación; en concreto, la absorción del exceso de capacidad del sector inmobiliario, la normalización de los flujos de crédito, la respuesta del mercado de trabajo y el ajuste del gasto interno. A continuación se extraen los requerimientos de política económica que emergen de la situación descrita, dejando para el capítulo siguiente la profundización en los problemas de medio plazo relacionados con el crecimiento potencial y con el papel que tienen que desempeñar las políticas de oferta para afrontarlos, desde un enfoque más analítico.

4.1 EL AJUSTE INMOBILIARIO

El ajuste del sector inmobiliario, que comenzó siendo gradual, se ha tornado en abrupto...

Una de las particularidades de la contracción en España es el severo ajuste que ha registrado el sector inmobiliario. Durante la fase de auge, que se prolongó durante casi una década, la combinación de unas condiciones financieras muy holgadas, expectativas de revalorización de los inmuebles, una sustancial mejora en las perspectivas de renta futura y un entorno demográfico extraordinariamente dinámico alentaron la expansión del sector hasta unos niveles que resultarían excesivos, tanto desde el punto de los recursos productivos que se destinarían a la producción de inmuebles como de su valoración y del endeudamiento vinculado a la actividad residencial. Ello hacía inevitable y necesario un ajuste, que comenzó a producirse de forma gradual antes de que se desencadenara la crisis financiera a mediados de 2007, impulsado por el cambio de orientación de la política monetaria del BCE, a lo largo de 2006, y por la revisión a la baja de las expectativas de revalorización de los inmuebles. No obstante, la intensidad de la crisis hizo que los riesgos de un ajuste severo se materializaran abruptamente.

... incidiendo, principalmente, sobre la actividad del sector y, en menor medida, sobre los precios

La actividad del sector ha experimentado una intensa reducción, con un descenso de la ratio de inversión residencial con respecto al PIB de 2,3 pp desde el máximo cíclico, que se alcanzó en 2006-2007, hasta situarse en el 5,2%, por debajo del nivel promedio de los dos últimos ciclos, que ha comportado una drástica pérdida de puestos de trabajo y ha generado un importante efecto arrastre sobre otras ramas productivas. Pese a la intensidad de la contracción, el ajuste no ha concluido todavía. Por el lado de la producción, y debido al desfase que existe entre los procesos de iniciación y de finalización de viviendas, el exceso de capacidad del sector continuó ampliándose a lo largo de 2009, aunque a tasas cada vez más reducidas. La absorción de este excedente requerirá algún tiempo, tanto más prolongado cuanto más tarde en recuperarse la demanda o en completarse el ajuste en los precios, y limitará la posible contribución al crecimiento de la inversión residencial, que se mantendrá por debajo de sus niveles medios históricos. Por su parte, la corrección de los precios ha sido menos acusada —los precios inmobiliarios han descendido en torno a un 12%, dependiendo de las distintas fuentes, si bien este es un terreno

en el que la calidad de las estadísticas no está todavía a la altura de la importancia que tiene el sector —, aunque ha generado una pérdida de valor de la riqueza inmobiliaria, que, unida al efecto del desempleo y a la pérdida de confianza, está contribuyendo a retraer el consumo privado y a que aumente la tasa de ahorro (véase recuadro 5.1).

La continuación del proceso de ajuste en el sector inmobiliario hasta su culminación supondrá una fuente de detracción de gasto en los próximos trimestres que limitará el recorrido de la recuperación de la economía española en el corto plazo, pero constituye un elemento esencial para que el dinamismo económico se asiente sobre una base más sólida.

4.2 LA CONTRACCIÓN DEL CRÉDITO

El crédito a las empresas y a las familias ha entrado en una fase de contracción como resultado de un conjunto complejo de factores

Las tasas de crecimiento del crédito a las familias y a las empresas españolas, que observaron registros en el entorno, respectivamente, del 20% y del 30% en el momento de mayor expansión del ciclo crediticio, han pasado a valores prácticamente nulos en el primer caso y claramente negativos —alrededor del -5%— en el segundo (véase gráfico 1.4).

No es fácil, sin embargo, aislar la contribución específica que ha prestado cada uno de los factores responsables de este cambio. Por un lado, las fuentes de información que distinguen explícitamente los componentes de demanda y de oferta que subyacen a la evolución observada del crédito son limitadas y se basan en encuestas que recogen opiniones subjetivas. Por otro, y de manera más fundamental, la propia situación cíclica de la economía afecta simultáneamente a las peticiones de fondos y a las condiciones en las que las entidades están dispuestas a satisfacerlas. En particular, una situación de crisis económica conlleva una revisión a la baja de los planes de gasto del sector privado —menor demanda, pues, de recursos financieros—. Pero, al mismo tiempo, limita su capacidad de pago, reduciendo así su solvencia, lo que se traduce en unas condiciones de oferta más estrictas, endurecimiento que, además, es probable que afecte de manera heterogénea a familias y empresas y, dentro de estas, a las de diferente tamaño. Si, como ha ocurrido en este caso, se solapan una crisis económica y una crisis financiera internacional, las dificultades de diagnóstico se multiplican. No obstante, una visión de la evolución reciente del crédito desde una perspectiva temporal suficientemente amplia suministra claves muy relevantes para comprender el papel que está desempeñando en esta fase cíclica de la economía española.

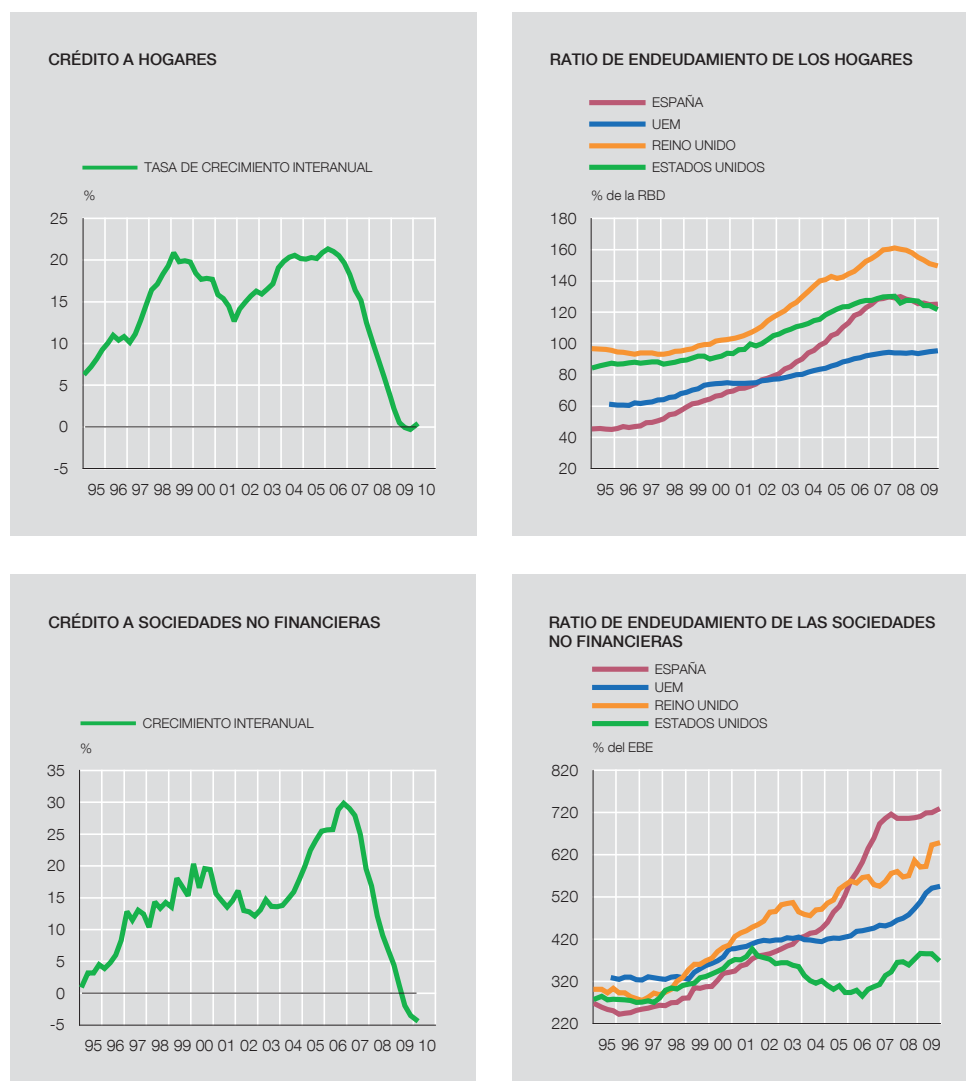
Antes de la crisis operaban ya distintas fuerzas contractivas, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta de préstamos...

El máximo cíclico en el comportamiento del crédito se alcanzó aproximadamente a finales de 2006, con bastante antelación, pues, al inicio de la crisis. De este modo, la desaceleración de los préstamos bancarios respondió, al principio, a factores predominantemente idiosincrásicos, entre los que desempeñó un papel de primera magnitud la propia exuberancia de la expansión de las deudas. Tasas de crecimiento del crédito del 20% o del 30% eran insostenibles y se tradujeron en ratios de endeudamiento de las empresas y de las familias que, aunque partían de niveles relativamente reducidos, superaron rápidamente los valores medios de los países de nuestro entorno (véase gráfico 1.2).

Otro factor específico fue la marcada concentración de los préstamos bancarios en el sector de la construcción, promoción y compra de viviendas. Conforme se fue acumulando la evidencia sobre el sobredimensionamiento de este sector, comenzaron a materializarse presiones bajistas tanto sobre la oferta de fondos por parte de unas entidades crecientemente expuestas a esta fuente de riesgos como sobre la demanda de unos agentes sobreendeudados y enfrentados a la perspectiva de una modulación de los precios y de la actividad inmobiliarios.

... a las que vinieron a sumarse los efectos negativos de la

La crisis internacional añadió nuevas presiones, contractivas también, sobre la demanda y sobre la oferta de crédito. La confianza de las familias y de las empresas españolas se redujo



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

crisis internacional sobre los planes de gasto...

bruscamente, como lo hicieron también sus expectativas de rentas futuras y, por tanto, su riqueza. Todo ello, en un contexto caracterizado por un incremento sustancial de la incertidumbre, se tradujo en un fuerte ajuste de sus planes de gasto y, por tanto, de la demanda de fondos con los que financiarlos.

... y la solvencia de los prestatarios...

El aumento de la incertidumbre ha venido acompañado, asimismo, de una reevaluación generalizada del nivel de riesgo existente en las economías, un nivel que antes de la crisis había sido claramente infravalorado, también, por las propias familias y empresas, cuyas ratios de endeudamiento, que en otros momentos pudieron parecer asumibles, pasaron a resultar claramente excesivas. Este cambio afectó no solo a su disposición a solicitar nuevos préstamos, sino también a su capacidad para obtenerlos, habida cuenta de la mayor precariedad de su posición patrimonial. Debe señalarse, en este sentido, que la corrección realizada hasta el momento en las ratios de endeudamiento del sector privado ha sido limitada, incluso cuando se descuenta el efecto coyuntural que ha tenido sobre esas ratios la recesión de 2009. Es evidente que un creciente dinamismo de las rentas de los hogares y de las sociedades contribuiría positivamente a mitigar el efecto contractivo de este factor sobre la demanda y la oferta de crédito.

... así como sobre el apalancamiento y la dimensión óptimos del sector financiero

La revaluación de los riesgos afectó también a los propios intermediarios financieros, más rigurosos en su valoración de los riesgos y enfrentados, a su vez, a unos mercados más exigentes. Las entidades de crédito españolas resistieron los primeros embates de la crisis financiera internacional desde una posición de relativa fortaleza, como resultado de la confluencia de una serie de factores. Entre ellos, cabe destacar el elevado peso relativo de sus pasivos a largo plazo, que limitó sus necesidades de refinanciación en los momentos más críticos; su modelo de negocio eminentemente orientado a la banca minorista, poco expuesto a las pérdidas y a los problemas de liquidez asociados a los tristemente célebres activos tóxicos y más fácil de explotar para incrementar la base de depositantes; y los colchones acumulados en términos de provisiones como resultado de un sistema de regulación y supervisión prudenciales más intenso que en otras latitudes. Es evidente, por otro lado, que la paulatina normalización de los mercados financieros internacionales ha contribuido también a reducir la presión sobre la oferta de crédito.

No obstante, la duración de la crisis y, sobre todo, sus efectos sobre la economía española han ido deteriorando los colchones disponibles, en un contexto en el que los niveles de apalancamiento admisibles por los mercados y los reguladores tenderán a ser menores. De ello se deriva la necesidad de acometer un proceso de redimensionamiento del sector cuya incidencia sobre la oferta de crédito tenderá a ser tanto menor cuanto más rápido y ordenado sea este. Los retos, en este sentido, son mayores para las entidades que asumieron más riesgos durante la fase alcista del ciclo crediticio, de las que cabe esperar ahora una actitud más decidida que permita explotar adecuadamente las posibilidades existentes para garantizar la eficiencia del proceso. Con esta finalidad se han introducido importantes cambios regulatorios que han ampliado sustancialmente los resortes y herramientas disponibles para la adaptación y reestructuración de entidades, mediante el nuevo marco proporcionado por la creación del FROB (Fondo para la Reestructuración Ordenada Bancaria). Las reformas introducidas, con un amplio respaldo parlamentario y la prescriptiva aprobación de las autoridades europeas, ya han permitido el inicio del proceso mediante la puesta en marcha de varias operaciones de integración de entidades. Estas cuestiones se tratan en mayor profundidad, como es habitual, en la *Memoria de la Supervisión Bancaria en España* y en el *Informe de Estabilidad Financiera*, pero también se abordan desde un plano más general en el recuadro 6.1 de este Informe.

La evolución futura del crédito estará condicionada por el comportamiento cíclico habitual de esta variable y por el proceso de saneamiento de prestamistas y prestatarios

Los patrones históricos de comportamiento del crédito evidencian una marcada prociclicidad de esta variable, que en episodios pasados comparables ha tendido a recuperarse con un cierto retraso con respecto a la propia actividad económica. En esta ocasión, la evolución futura de los préstamos bancarios estará condicionada también por la necesidad que tienen tanto las entidades de crédito como las familias y las empresas de afrontar los retos de saneamiento que se han señalado a lo largo de este epígrafe (que se analizan con mayor detalle en el recuadro 1.1). La superación de esos envites resulta imprescindible para evitar que se generen distorsiones en el funcionamiento de los canales financieros que puedan obstaculizar la recuperación de una senda sostenible de crecimiento del producto y del empleo.

4.3 LA DESTRUCCIÓN DE EMPLEO

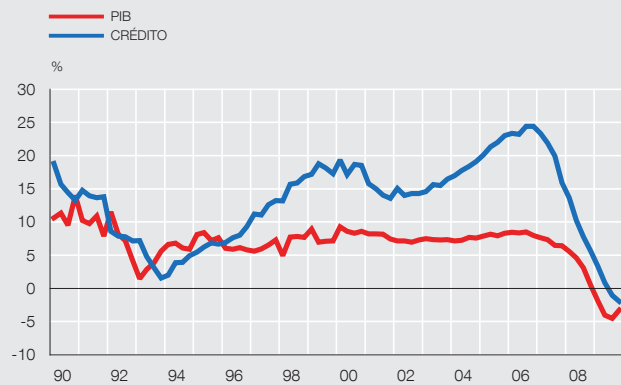
Pero la mayor fuente de dificultades para la superación de la crisis proviene de la intensidad que ha alcanzado el proceso de destrucción de empleo...

Pero la mayor fuente de dificultades para la superación de la crisis proviene de la intensidad que ha alcanzado el proceso de destrucción de empleo (más de 2 millones de personas desde el momento máximo de ocupación, en el tercer trimestre de 2007) y el incremento del desempleo (por encima de 4,6 millones de parados en los primeros meses de este año) (véase gráfico 1.5). El recorte de plantillas ha afectado muy negativamente a la renta disponible y, por esta vía, al gasto interno, pero también ha incidido de manera muy desfavorable sobre la confianza y las expectativas, amplificando las tendencias contractivas del gasto. La prolongación de una situación de estas características, en la que el empleo tarde en recuperarse y no mejoren las perspectivas laborales, supondría un obstáculo importante para la recuperación del crecimiento y para el ajuste de las finanzas públicas.

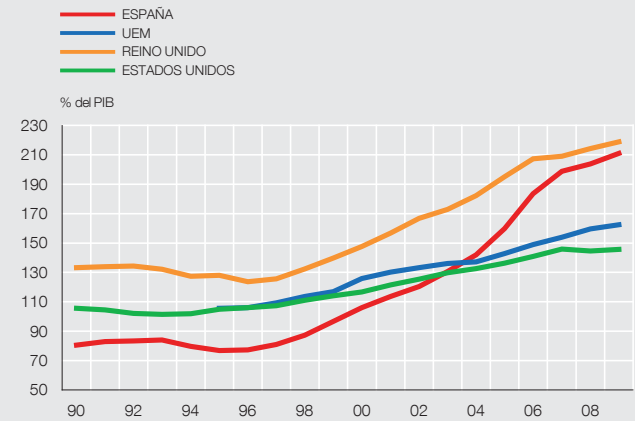
Dado el papel que tiene el recurso a la deuda bancaria en la financiación de las decisiones de gasto del sector privado, y en un contexto como el actual de contracción de estos pasivos, el análisis de las perspectivas de la evolución de esta variable es especialmente relevante en la valoración de las posibilidades de recuperación de la economía española. Para ello puede ser útil co-

menzar repasando la relación entre el crédito y el ciclo económico en otros episodios comparables. En este sentido, en el gráfico se aprecia el marcado carácter procíclico de este. Concretamente, en las etapas expansivas tiende a crecer a un ritmo mayor que el del PIB, lo que refleja el hecho de que durante estos períodos las familias y las empresas tienen generalmente unas expectativas

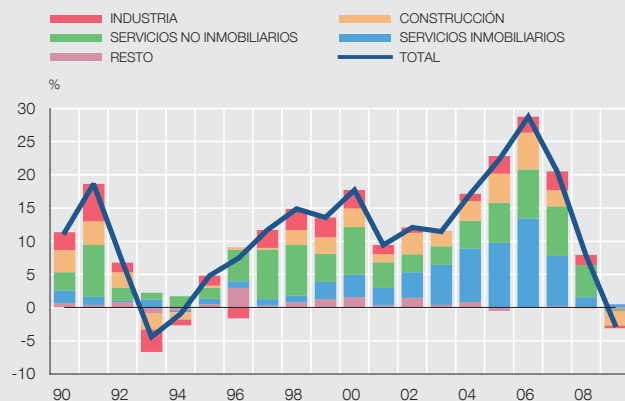
1 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO Y PIB
(Crecimiento interanual en términos nominales)



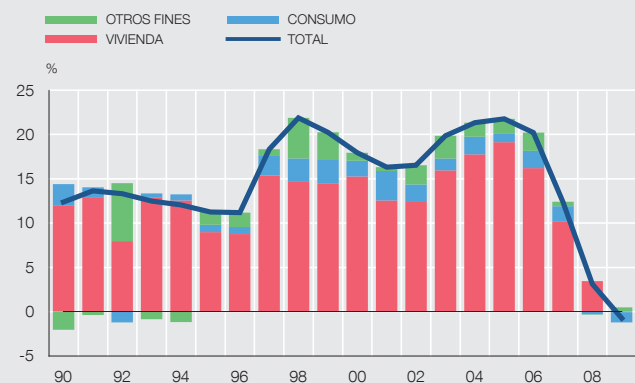
2 RATIO DE ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



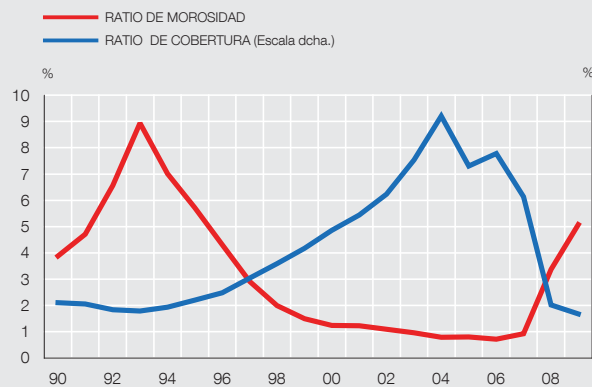
3 CRÉDITO PARA ACTIVIDADES PRODUCTIVAS
(Crecimiento interanual y contribuciones)



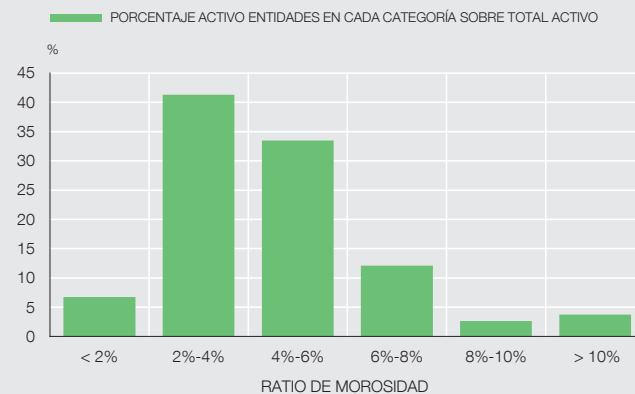
4 CRÉDITO A PERSONAS FÍSICAS
(Crecimiento interanual y contribuciones)



5 ENTIDADES DE CRÉDITO. MOROSIDAD Y PROVISIONES



6 ENTIDADES DE CRÉDITO. DISTRIBUCIÓN DE LA MOROSIDAD



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

favorables de evolución de sus rentas futuras, de modo que aumenta su predisposición a recurrir a la deuda para financiar su gasto. Por su parte, los oferentes de estos fondos durante dichas etapas tienden a aceptar en mayor medida estas peticiones, ya que suelen percibir menores riesgos en la solvencia de los prestatarios. En las fases de menor crecimiento económico, estas mismas fuerzas operan en sentido contrario, de modo que el dinamismo de la deuda se reduce con mayor intensidad que el del producto, llegando a avanzar a un menor ritmo durante algún tiempo, lo que permite que se reduzcan las ratios de endeudamiento y mejore la solvencia de los agentes. Así, por ejemplo, en la recesión de 1992-1993 el crédito alcanzó el mínimo cíclico (fecha de menor expansión) tres trimestres después de que lo hiciera el PIB y estuvo posteriormente creciendo menos que este durante casi tres años (véase gráfico 1).

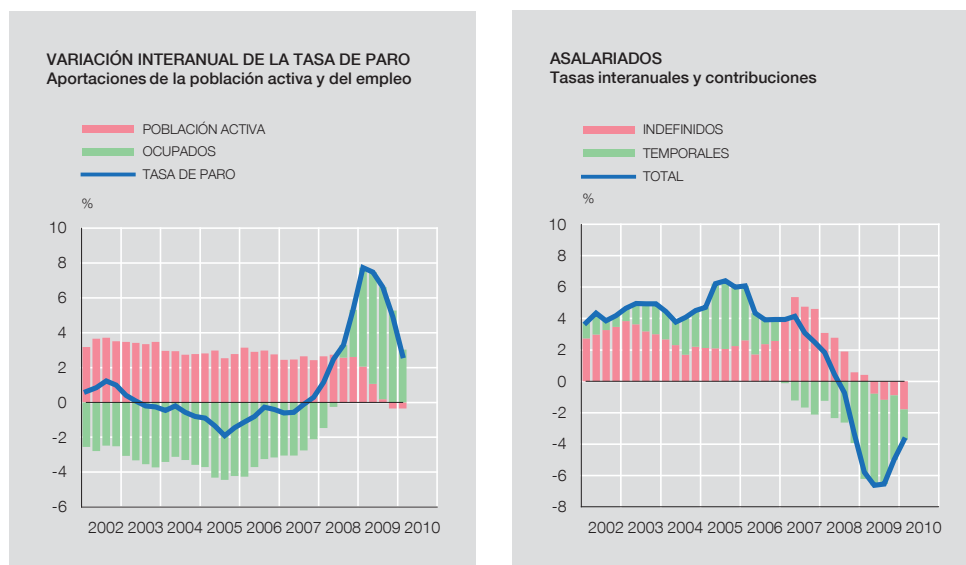
Estos efectos cíclicos se aprecian claramente en la evolución más reciente del crédito, en la que la crisis económica ha venido acompañada de una fuerte desaceleración de estos pasivos. Pero, a pesar de ello, a finales de 2009 estos seguían avanzando a un ritmo que, aunque negativo, era todavía superior al del PIB nominal. La simple extrapolación de comportamientos pasados sugeriría que, incluso en un escenario de recuperación económica, la financiación bancaria debería avanzar durante algún tiempo por debajo de lo que lo hace el producto. Además, si se repiten las pautas de los ciclos anteriores, el punto de mayor contracción de esta variable no se habría alcanzado todavía.

Pero, además de los factores cíclicos tradicionales, es previsible que la evolución del crédito durante los próximos trimestres responda también a otros elementos relacionados con algunos ajustes necesarios en la posición patrimonial tanto del sector privado como del sistema financiero. Así, en relación con lo primero, conviene recordar que la ratio de endeudamiento de empresas y familias, que partía de un nivel inferior al de otras economías de nuestro entorno, llegó a superar a la del promedio de la UEM y de Estados Unidos, situándose próxima a la de Reino Unido (véase gráfico 2), si bien en el caso de las familias una parte comparativamente mayor de estos pasivos se destinó a financiar la adquisición de viviendas. Este exceso de apalancamiento, en cualquier caso, tenderá a limitar la demanda de recursos, dado el menor margen relativo de los hogares y de las sociedades para hacer frente a las obligaciones asociadas a nuevos pasivos, sobre todo en un contexto en el que no es previsible que el dinamismo de sus rentas vaya a recuperarse de manera rápida. Estos factores pesarán también sobre la oferta de préstamos en la medida en que esta situación afecta negativamente a la solvencia de los prestatarios.

La necesidad de ajuste de los balances del sector privado será previsiblemente mayor para algunos grupos de agentes, como las empresas vinculadas al sector inmobiliario, en el que los excesos acumulados han sido mayores y la corrección es aún incompleta. Así, como se observa en el gráfico 3, durante la etapa previa a la crisis las compañías inmobiliarias concentraron una proporción importante de la nueva financiación destinada a las actividades productivas, sin que se haya observado todavía una reducción de los volúmenes de deuda viva, que sí se aprecia en el resto de ramas. En el sector de hogares, el crecimiento del crédito durante los años previos a la crisis, con ser muy elevado, no llegó a alcanzar niveles tan altos, y además se destinó principalmente a la adquisición de vivienda (véase gráfico 4).

El sistema financiero, por su parte, que resistió la primera oleada de la crisis financiera internacional mejor que los intermediarios de otros países, se ha visto más recientemente afectado de forma creciente por el impacto de la crisis económica sobre la calidad de su cartera. En concreto, la ratio de morosidad, que se había llegado a situar en niveles históricamente muy reducidos, se ha elevado rápidamente, aunque sin superarse todavía los valores alcanzados en la recesión de 1992-1993 (véase gráfico 5). De este modo, los márgenes de los que disponía se han ido reduciendo progresivamente. Así, la ratio de cobertura de los préstamos dudosos ha retrocedido desde el 260% en que se situaba en 2006 a menos del 60% a finales de 2009. En consecuencia, no se puede descartar que deterioros adicionales de las carteras crediticias puedan reflejarse en mayor medida que hasta ahora en descensos de los beneficios. Este impacto de la crisis, además, está siendo heterogéneo entre las entidades, como ilustra, por ejemplo, la elevada dispersión de las ratios de morosidad (véase gráfico 6). De todo esto se deriva la necesidad de que se acometa un redimensionamiento de este sector, necesidad a la que contribuirán también los mayores niveles de capital requeridos por los mercados y los reguladores. En este marco no es previsible que las condiciones de oferta crediticia se puedan relajar significativamente.

En definitiva, aunque, en el corto plazo, puedan persistir dificultades para la recuperación del crédito, en un horizonte más dilatado los ajustes permitirán reforzar la solidez del sistema financiero, condición indispensable para una intermediación financiera eficaz que contribuya positivamente al crecimiento de la actividad y del empleo. La duración y la intensidad de la fase de escaso dinamismo de los préstamos bancarios dependerán, en todo caso, de la rapidez con la que las familias y las empresas, por un lado, y el sistema financiero, por otro, completen los ajustes en marcha.



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.

... que está recayendo principalmente sobre el empleo temporal...

La magnitud y la velocidad a la que se ha producido la destrucción de puestos de trabajo están siendo muy superiores a lo observado en episodios recesivos anteriores. Las características de la fase cíclica previa, que fue muy intensiva en la generación de empleo y mostró importantes sesgos en la composición sectorial, pueden haber influido en alguna medida en este comportamiento. No obstante, la severidad del ajuste solo puede explicarse por la persistencia de deficiencias institucionales graves en el funcionamiento del mercado laboral, que habían permanecido latentes durante la fase expansiva, en un contexto de profundos cambios demográficos y de modificaciones en la composición de la oferta laboral, pero que han desplegado todos sus efectos con el desarrollo de la crisis. Estas deficiencias hacen que el ajuste del mercado laboral recaiga de manera desproporcionada sobre el empleo, y muy en particular sobre el empleo temporal, cuyo porcentaje sobre el total de ocupados se redujo hasta el 24,4% en el último trimestre del año.

... y ha determinado un incremento muy abrupto en el número de desempleados, que ha incidido con especial gravedad sobre determinados colectivos

El deterioro de las expectativas de empleo terminó por afectar al ritmo de avance de la oferta laboral —con algún retraso con respecto a experiencias pasadas—, como consecuencia de la drástica ralentización de la población en edad de trabajar, motivada por la reducción de las entradas netas de emigrantes y por la minoración en el ritmo de avance de la tasa de participación. A pesar del menor dinamismo demográfico, la tasa de paro se elevó hasta el 20% de la población activa en el primer trimestre de este año. El incremento del desempleo afectó de forma desigual a los distintos segmentos de la población, siendo los colectivos en los que la incidencia fue superior los de varones, inmigrantes y jóvenes, en particular entre los que tienen menor nivel de formación, para los que la tasa de paro alcanzó el 52,2% en los meses iniciales de 2010. El incremento del desempleo está comportando un significativo repunte de la tasa de paro de larga duración. La dificultad que entrañará la absorción de los excedentes de mano de obra de la construcción y la aparición de procesos de histéresis aumentan el riesgo de que el desempleo se convierta en estructural. La materialización de este riesgo constituiría un obstáculo para la recuperación y tendría implicaciones negativas para las posibilidades de crecimiento potencial, que adicionalmente se verían mermadas por el previsible menor crecimiento a largo plazo de la oferta laboral, como se analiza en el capítulo 2.

4.4 LA CAÍDA DEL GASTO INTERNO

La contracción del gasto interno ha alcanzado una gran magnitud

La desaceleración de la renta, la reducción de la riqueza, el endurecimiento de las condiciones de financiación y la incertidumbre sobre las perspectivas laborales han provocado una caída del consumo

La inversión empresarial ha disminuido intensamente

La mejora de la posición patrimonial del sector es imprescindible para recuperar pautas de gasto sobre bases sostenibles

5 Las políticas económicas

Las políticas de oferta desempeñan un papel fundamental en la salida de

El descenso del gasto interno ha alcanzado en España cotas particularmente elevadas. Ello se ha debido, en parte, a la significativa reducción de la inversión residencial, como ya se ha comentado, pero igualmente relevante ha sido la contracción del consumo, que, por segundo año consecutivo, ha sido el componente de la demanda interna que más ha contribuido a la caída del PIB.

La renta disponible ha mantenido durante la etapa de ajuste crecimientos positivos —aunque moderados—, sustentada en las voluminosas transferencias de renta realizadas por las AAPP, la disminución de los intereses pagados y la moderación de los precios, que compensaron el fuerte retroceso de las rentas salariales. Por su parte, la riqueza se ha reducido como consecuencia, sobre todo, de la caída de los precios inmobiliarios. No obstante, la revisión a la baja de los planes de gasto de las familias a lo largo de esta etapa ha superado lo que cabría esperar de la evolución de estos determinantes. Otros factores, como el endurecimiento de las condiciones de financiación, la percepción de los hogares sobre la necesidad de sanear su posición patrimonial y el deterioro de la confianza y de las expectativas de renta futura —que son aspectos muy vinculados a la situación del mercado laboral—, están desempeñando también un papel decisivo en la contracción del gasto de las familias. Solo atendiendo a estas consideraciones cabe explicar el rápido incremento de la tasa de ahorro, que se situaba al concluir el año en el 18,8% de la renta disponible, con lo que alcanzaba un máximo histórico.

La inversión empresarial ha reaccionado también con intensidad, con una caída sin precedentes, del 20% en el conjunto del año, en medio de unas condiciones globales muy adversas para acometer este tipo de gasto, tanto por las perspectivas de la demanda como por la contracción de los beneficios —que, no obstante, se está viendo atenuada por la reducción de los gastos financieros, a diferencia de lo ocurrido en otros ciclos recesivos— y por el endurecimiento de las condiciones de financiación. Como resultado de este proceso de desinversión, el *stock* de capital de la economía se ha visto erosionado, con implicaciones potenciales para el crecimiento a largo plazo que se analizan en el capítulo siguiente.

De cara al futuro, las decisiones de gasto del sector privado se verán condicionadas por la necesidad de reducir el todavía elevado nivel de apalancamiento, en un contexto en que el escaso dinamismo de las rentas ralentizará la corrección de los ratios de endeudamiento en el corto plazo. El logro de mejoras sustanciales en la posición patrimonial de empresas y de familias requerirá pautas de consumo y de inversión moderadas, pero constituye un paso necesario para que la recuperación se sustente sobre una senda sostenible de gasto.

La recuperación de la economía española se enfrenta a importantes desafíos. Solo cuando se eliminen los excesos del sector inmobiliario y se culmine el proceso de saneamiento patrimonial del sector privado, el gasto interno podrá volver a mostrar ritmos de crecimiento sostenidos. El saneamiento financiero del sector privado debe discurrir, además, en paralelo con la reestructuración de las entidades de crédito, de manera que los flujos de financiación sean suficientes para apoyar los planes de gasto de empresas y familias. Pero, sobre todo, se han de resolver los problemas estructurales que tradicionalmente ha mostrado la economía española —y cuyos efectos se están dejando sentir con particular intensidad durante la recesión—, que limitan la capacidad de ajuste y de crecimiento a largo plazo en el marco de la UEM. Y en todo ello las políticas económicas tienen un importante papel que desempeñar.

La ausencia de resortes por el lado de las políticas de demanda y la necesidad de remover los obstáculos que constriñen la capacidad de crecimiento en el medio y largo plazo hacen que las políticas económicas de oferta desempeñen un papel crucial en la salida de la crisis y en la

la crisis y en la recuperación del crecimiento a medio plazo

recuperación del crecimiento potencial. En el plano de la política monetaria, la previsible recuperación de la actividad en la UEM conducirá posiblemente hacia cierta normalización paulatina de los tipos de interés, situados todavía en niveles mínimos históricos, por lo que no cabe que se produzcan estímulos adicionales a los ya existentes. Por otra parte, tampoco queda margen para instrumentar medidas expansivas en el ámbito fiscal, ya que el desafío primordial consiste, como se analiza a continuación, en articular el programa anunciado para el restablecimiento de la estabilidad presupuestaria y la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo. De este modo, el ámbito principal de actuación de las políticas económicas se encuentra en las medidas y reformas de corte estructural que faciliten la creación de empleo, aumenten la competitividad, mejoren la eficiencia y la rentabilidad del tejido empresarial, y ayuden, en fin, a reanudar el gasto sobre bases sólidas y a obtener una respuesta flexible y eficiente de la oferta productiva.

5.1 LA CONSOLIDACIÓN PRESUPUESTARIA Y LA SOSTENIBILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

El déficit público es de naturaleza eminentemente estructural

La política fiscal ha realizado un esfuerzo de gran magnitud para contrarrestar los impulsos contractivos del sector privado mediante el juego de los estabilizadores automáticos y la adopción de medidas discrecionales muy cuantiosas, algunas de ellas de carácter temporal. No obstante, el déficit público en España es de naturaleza eminentemente estructural, pues se debe, sobre todo, a una pérdida permanente de ingresos como consecuencia del redimensionamiento del sector inmobiliario que ha venido a sumarse a una trayectoria ascendente del gasto superior al crecimiento tendencial, por lo que se hace ineludible acometer un proceso de consolidación fiscal que frene el rápido deterioro de la dinámica de la deuda. El esfuerzo fiscal requerido para ello, en una situación en la que las previsiones disponibles apuntan a un escenario de crecimiento moderado, es muy intenso y se puede hacer más exigente por la trayectoria que sigan los tipos de interés, tal y como ponen de manifiesto los últimos desarrollos en los mercados financieros, en particular en los de deuda soberana, desencadenados por la crisis de credibilidad fiscal griega y su contagio hacia otras economías vulnerables, así como por los efectos de la crisis sobre el crecimiento potencial de la economía (véase recuadro 1.2). A lo que debe añadirse, más a medio plazo, el impacto sobre el déficit y la deuda del coste del envejecimiento de la población, que, en ausencia de reformas en el sistema público de pensiones, será, de acuerdo con las estimaciones disponibles, uno de los más elevados de la UE.

La consolidación es imprescindible para evitar que la carga de la deuda se incremente en mercados crecientemente sensibilizados frente a la situación de las finanzas públicas

Son numerosos los argumentos que hacen de la consolidación fiscal una necesidad apremiante. En primer lugar, niveles elevados de déficit y ritmos crecientes de deuda pública pueden suponer un encarecimiento de los tipos de interés, sobre todo cuando los mercados se encuentran en estado de alerta frente a la posibilidad de que se produzcan crisis fiscales en algunos Estados y de que estas propaguen tensiones sobre los mercados de bonos. Este riesgo se ha empezado a materializar ya en el área del euro, a raíz de la crisis fiscal griega, que está provocando que los diferenciales de deuda pública de los países más vulnerables hayan aumentado de manera significativa, a pesar de la diferente situación fiscal en la que se encuentran y de que la naturaleza de sus riesgos no es asimilable a la de los de Grecia. En segundo lugar, hay que tener en cuenta los importantes efectos dinámicos del deterioro fiscal. Cuando este es muy rápido, la financiación de los importantes incrementos en la carga de intereses plantea la amarga disyuntiva de recortar el gasto primario o incrementar los impuestos, teniendo ambas opciones efectos negativos sobre el crecimiento, aunque en general serán mayores a largo plazo si se opta por la segunda. Por último, un nivel elevado de deuda pública reduce la capacidad de la política fiscal para responder a perturbaciones negativas futuras. En este sentido, la experiencia española, al principio de la crisis, resulta ilustrativa del margen de maniobra que suministró la posición de partida de las finanzas públicas, lo que aboga a favor de restaurar cuanto antes posiciones presupuestarias saneadas.

De acuerdo con la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) presentado el pasado 29 de enero por el Gobierno de España, la deuda del sector AAPP aumentaría en 38 puntos del PIB entre 2007 y 2013, en un escenario benigno de crecimiento económico y costes de financiación de la carga financiera. A pesar de que el nivel de deuda pública española se situó en 2009 por debajo de la media de la Unión Europea, no deben olvidarse los riesgos que se encuentran asociados al fuerte componente inercial de esta variable, de forma que, una vez que alcanza niveles elevados, resulta difícil quebrar su tendencia, salvo que se produzcan ajustes presupuestarios significativos. Este recuadro ilustra dichos aspectos a partir de la definición de distintos escenarios alternativos de evolución de la deuda pública española en el horizonte de 2013, contruidos a partir de supuestos alternativos sobre el crecimiento del PIB, los tipos de interés y el ajuste fiscal.

La variación de la deuda pública sobre el PIB entre dos años consecutivos depende de cuatro factores fundamentales. En primer lugar, del nivel del saldo público primario, de manera que un saldo negativo de esta variable se traduce en un incremento de la deuda de la misma cuantía. En segundo lugar, del crecimiento del PIB nominal: un crecimiento positivo (negativo) genera una reducción (incremento) de la ratio de deuda sobre el PIB. En tercer lugar, de los pagos por intereses generados por la deuda pública que deben ser financiados, y, finalmente, del ajuste deuda-déficit, que refleja, entre otros aspectos, la necesidad de financiar la adquisición de activos financieros.

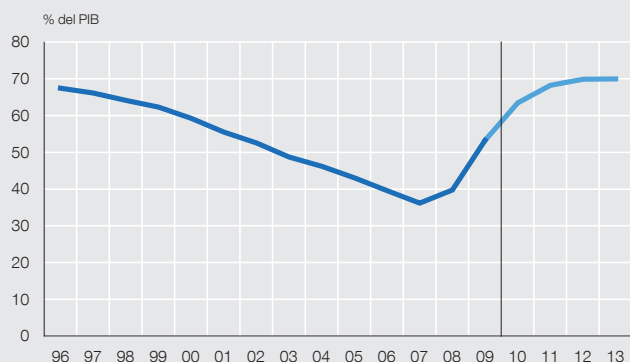
Para ilustrar la importancia relativa de cada uno de estos factores, resulta útil analizar el papel que desempeñó cada uno de ellos en el proceso de reducción de la deuda pública que comenzó en la década de los noventa en España y que permitió un recorte de la ratio de deuda pública en relación con el PIB de casi 30 pp entre 1995 y 2007. En dicho período se realizó un ajuste del saldo primario del 0,8% del PIB anual entre 1994 y 1999, y del 0,2% entre 2000 y 2007, que se vio favorecido por unas tasas elevadas de

crecimiento del PIB nominal, que se situaron por encima del 7% de crecimiento en promedio en 1994-2007, así como por una evolución favorable de los tipos de interés, que cayeron 4 pp entre 1994 y 2007 (véase gráfico adjunto).

Para evaluar el impacto de estos mismos factores sobre la dinámica de la deuda en los próximos años, se plantean distintos escenarios que toman como base las proyecciones para cada una de estas variables que contempla la APE. En un primer escenario se considera la previsión de deuda pública del escenario central de la APE ajustada por la nueva senda de déficit público aprobada por el Gobierno español el 20 de mayo de 2010 («Escenario central»)¹, en el que el crecimiento promedio del PIB nominal se sitúa en el 3,4% en el período 2010-2013, el tipo de interés implícito promedio de la deuda en el entorno del 4% y el ajuste del saldo público primario es de 2,4 pp del PIB en promedio entre 2010 y 2013. El segundo escenario se obtiene de considerar conjuntamente los dos factores de riesgo de la APE («Escenario de riesgo»), lo que implica suponer un menor crecimiento promedio del PIB nominal en 2010-2012, de algo más de medio punto con respecto al escenario central y unos tipos de interés superiores en 1 pp a los del escenario base². En tercer lugar, además de los supuestos del escenario anterior, se supone que el ajuste fiscal realizado en cada año del período 2010-2013 es más reducido y, en concreto, similar al ajuste promedio que se realizó en el último proceso de consolidación fiscal (ajuste del saldo primario del 0,8% del PIB). Finalmente, para ilustrar los riesgos que conllevaría la no realización de un proceso de consolidación presupuestaria, en el último escenario se supone que el saldo primario

1. Además, se tiene en cuenta que las ratios de déficit y de deuda públicas sobre el PIB de 2009 resultaron dos décimas y dos puntos, respectivamente, inferiores a las estimadas inicialmente en la APE. 2. Los ejercicios de sensibilidad (análisis de riesgos) de la APE (véase cuadro 5.2 de la APE) solo cubren el período 2010-2012. Para 2013 se aplica la variación en el nivel de deuda proporcionada en la APE (véase cuadro 4.5 de la APE) sobre el nivel de deuda de este escenario en 2012.

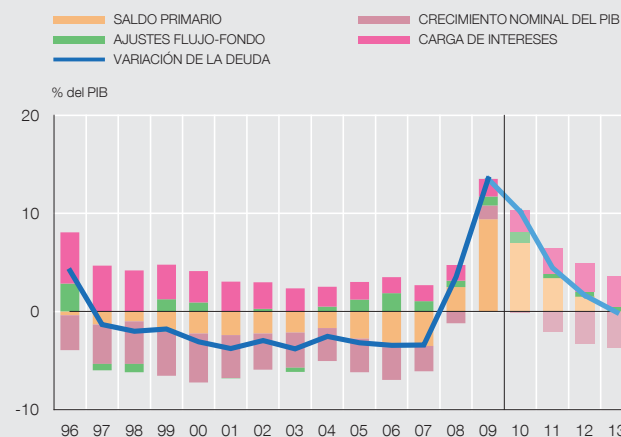
1 EVOLUCIÓN DE LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA SOBRE EL PIB



FUENTES: Actualización del Programa de Estabilidad 2009-2013 y Banco de España.

NOTA: A partir de 2009 se toman las proyecciones del escenario central del Programa de Estabilidad 2009-2013, modificadas por la senda de déficit público aprobada en mayo de 2010.

2 EVOLUCIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DE LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA SOBRE EL PIB



se mantiene en el período 2010-2013 en los niveles de 2009. En los dos últimos escenarios cabe mencionar que se realiza un ejercicio puramente contable, y que se mantienen los restantes supuestos de la APE.

En el escenario central, la ratio de deuda se estabilizaría en un nivel cercano al 70% del PIB en 2013. Por su parte, el escenario de riesgo de la APE elevaría la ratio de deuda pública en 2013 hasta el 75% del PIB, 5 pp por encima del escenario base, lo que pone en evidencia la importancia del comportamiento de las variables macroeconómicas sobre la dinámica de la deuda. Finalmente, tanto el escenario de «no consolidación» como el de «consolidación similar a la de los años noventa» muestran que, si el ajuste es de magnitud reducida o si se retrasa, la deuda podría aumentar rápidamente a niveles muy elevados.

Asimismo, más allá del horizonte de 2013, conviene considerar algunos factores adicionales de riesgo que podrían afectar a la evolución de la deuda pública a más largo plazo, vinculados principalmente al envejecimiento de la población, dada la estructura demográfica actual y prevista. En concreto, sobre la base de supuestos demográficos y macroeconómicos comunes del Grupo de trabajo sobre envejecimiento, del Comité de Política Económica de la UE, se estima que

el gasto asociado al envejecimiento como porcentaje del PIB aumentará en nueve puntos en el período 2007-2060. En este contexto, la necesidad de acometer el proceso de consolidación fiscal se hace aún más necesaria.

Los sencillos ejercicios presentados en este recuadro permiten ilustrar los riesgos vinculados a la acumulación de la deuda pública, incluso cuando se parte de un nivel reducido en términos comparativos con el promedio de la UE. Dada la situación fiscal de 2009, con un déficit del 11,2% del PIB, el ajuste fiscal es, por tanto, absolutamente necesario si se quiere evitar un crecimiento excesivo de la deuda pública. Además, el ajuste fiscal deberá ser de una magnitud muy significativa y muy superior al realizado entre 1993 y 2007, dado que la situación fiscal de partida es ahora también más negativa y no cabe esperar que el juego del crecimiento del PIB y de los tipos de interés favorezca la reducción de la ratio de deuda pública sobre el PIB, frente a lo que ocurrió en el anterior período de consolidación fiscal. Por supuesto, un escenario de crecimiento del PIB superior al previsto en los escenarios presentados en este recuadro tendría efectos beneficiosos sobre la dinámica de la deuda pública, lo que pone de manifiesto, también desde esta perspectiva, la importancia de realizar las reformas estructurales necesarias para mejorar el potencial de crecimiento de la economía.

La consolidación fiscal se enfrenta a la dificultad de perseguir el doble objetivo de ser eficaz para reducir el déficit público y estabilizar la deuda y de minimizar sus potenciales efectos adversos sobre el crecimiento a corto plazo. Lo aprendido del pasado muestra que la mejor manera de sortear tales aprietos es concentrar el esfuerzo de consolidación en el recorte del gasto corriente —aunque, dada la magnitud del desajuste presupuestario, hace inevitable recurrir también a un incremento de los recursos mediante las figuras tributarias que menos distorsiones generen—. Y para ello habrá que guiarse por reglas fiscales claras y transparentes, utilizando en toda su extensión las provisiones de nuestro marco institucional: las Leyes de Estabilidad Presupuestaria y el Programa de Estabilidad, en su nueva concepción, que comportará mecanismos más eficaces para garantizar el cumplimiento de los compromisos adquiridos.

En España, una vez que se había agotado el margen de actuación expansiva, la mejor contribución que la política fiscal podía prestar al crecimiento era mediante la implementación rigurosa del plan de consolidación fiscal dentro de los plazos marcados por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El Gobierno se comprometió a instrumentar un programa de consolidación fiscal, de acuerdo con las recomendaciones del ECOFIN de noviembre de 2009, cuyas directrices se plasmaron en la Actualización del Programa de Estabilidad que presentó en enero de este año. El Programa reconocía la existencia de un elevado déficit estructural y planteaba su reducción en el período 2010-2013, hasta situar el saldo deficitario en el 3% del PIB al final del horizonte de proyección, sobre la base de un pronunciado recorte del gasto público, si bien se basaba en un escenario macroeconómico relativamente benigno, por lo que su cumplimiento podía exigir esfuerzos adicionales a los previstos, tal y como formuló el Consejo ECOFIN en su opinión sobre la Actualización del Programa de Estabilidad.

Con posterioridad, en el contexto de reforzamiento del compromiso de los Gobiernos y de las instituciones europeas con la estabilidad del área que se produjo ante el recrudecimiento de

las tensiones generadas por la crisis fiscal griega, el Gobierno español adoptó el 20 de mayo un programa de consolidación fiscal más ambicioso, con el que se trataba de evitar un deterioro que habría tenido graves consecuencias sobre la economía y para la estabilidad de la zona del euro. El programa adelanta una parte importante de la reducción del déficit a los años 2010 y 2011, fecha en que se situaría en el 6% del PIB, y comporta una serie de medidas que actúan directamente sobre su componente estructural, que podría recortarse en más de la mitad, como se describe en el capítulo 5 de este *Informe Anual*. El esfuerzo de austeridad asumido por el Gobierno responde a la excepcionalidad de la situación y a la voluntad de enderezar la evolución de las finanzas públicas. Es imprescindible, en todo caso, asegurar que los objetivos se implementen de manera estricta, pues cualquier desviación respecto a lo anunciado suscitará importantes problemas de credibilidad. Para garantizar su estricto cumplimiento, habrá que reforzar los procedimientos de seguimiento y supervisión, buscar fórmulas que aseguren el cumplimiento de los objetivos establecidos, en particular en las Administraciones Territoriales, y enderezar la dinámica de algunas partidas de gasto.

En la situación actual, la reforma de las pensiones es especialmente oportuna

En una situación como la actual, y ante las exigencias que la misma plantea, la adopción de reformas en el sistema de pensiones, en línea con la propuesta realizada por el Gobierno, es especialmente oportuna, porque permite una mejora de la sostenibilidad de largo plazo de las finanzas públicas sin generar efectos negativos sobre el crecimiento a corto plazo.

5.2 OTRAS POLÍTICAS DE REFORMA ESTRUCTURAL

Las reformas estructurales son cruciales para impulsar el crecimiento a largo plazo y subsanar las deficiencias del mercado de trabajo...

El principal instrumento con el que cuentan las autoridades nacionales para impulsar las perspectivas de crecimiento a largo plazo es el de las reformas estructurales, que resultan incluso más apremiantes tras la crisis, pues es preciso resolver cuanto antes las ineficiencias que se han puesto de manifiesto durante su desarrollo, lo que exige modificar algunos de los marcos institucionales vigentes y pautas de comportamiento arraigadas.

El comportamiento del empleo durante la presente fase cíclica indica que los mecanismos de ajuste del mercado de trabajo español ante la aparición de perturbaciones no funcionan de forma adecuada, pues hacen recaer excesivamente el peso del ajuste sobre el empleo. Este tipo de respuesta revela la existencia de importantes deficiencias en el funcionamiento de las relaciones laborales y resulta muy costosa desde el punto de vista del crecimiento económico a largo plazo y del bienestar social.

La excesiva segmentación del mercado de trabajo (que resulta de la coexistencia de un grado de protección muy elevado para el colectivo de trabajadores con contrato indefinido y de una amplia gama de modalidades de contratos temporales con costes de extinción muy reducidos) determina costes elevados para la contratación estable y la estabilidad del empleo, y que la movilidad laboral se concentre, casi de manera exclusiva, en un colectivo muy amplio de trabajadores con contratos temporales, que tienen escasas posibilidades de formación y reciclaje. El sistema de negociación colectiva tiende a exacerbar, además, algunas de las implicaciones de la segmentación del mercado laboral, al fomentar incrementos salariales uniformes, con escasa sensibilidad cíclica y con una elevada indiciación a la inflación pasada. Es un sistema que, en conjunto, obstaculiza que los salarios relativos sirvan como mecanismo de señalización de la reasignación de recursos hacia los sectores con mayor potencial de desarrollo.

Resulta prioritario, por tanto, modificar las instituciones del mercado de trabajo a través de una reforma integral que incida simultáneamente sobre los sistemas de negociación colectiva y las modalidades de contratación, y que, al mismo tiempo, refuerce los sistemas de formación y de intermediación. Ello permitiría mejorar la capacidad de reasignación del empleo entre

... y han de incidir también sobre el mercado de la vivienda, las actividades de servicios y las industrias de red

empresas y sectores, aumentaría la capacidad de ajuste de la economía ante perturbaciones y ayudaría a promover un cambio en el modelo productivo que ha prevalecido durante el último ciclo económico.

La regulación del mercado de la vivienda —en particular, de aquellos aspectos que determinan un escaso desarrollo del segmento de alquiler— ha concurrido de manera manifiesta a la gestación de uno de los desequilibrios más importantes acumulados durante la fase expansiva y ha generado también importantes ineficiencias en el ajuste durante la recesión. Actuaciones que fomenten el desarrollo del mercado de alquileres contribuirán a dar salida al *stock* de viviendas sin vender, facilitar el acceso a servicios de alojamiento y promover la movilidad regional de los trabajadores. En 2009 se han aprobado distintas medidas en este sentido, entre las que destacan el anuncio de una serie de iniciativas orientadas al aumento de la eficiencia judicial en los procesos arrendaticios, y se han modificado algunos de los aspectos de la Ley de Arrendamientos. Sin embargo, se mantienen los principales elementos de esta Ley relativos al plazo obligatorio de los contratos y al control de las rentas de alquiler. Por su parte, el Proyecto de Ley de Economía Sostenible, que se encuentra en el momento de redactar este Informe en proceso de tramitación parlamentaria, y que ha sido diseñada para impulsar el crecimiento a largo plazo, propone un avance en el reequilibrio entre el tratamiento fiscal de la vivienda en alquiler y la propiedad. En el ámbito de los servicios, la moderación de los precios finales a lo largo del último año y medio refleja un importante incremento en la sensibilidad cíclica de los mismos, que puede ser, en parte, el resultado de cambios en las pautas de fijación de precios en entornos crecientemente competitivos. Los avances más concretos en las reformas estructurales se han dirigido, precisamente, a la liberalización del sector y a la reducción de las cargas administrativas. En este sentido, en 2009 se avanzó en la transposición de la Directiva de Servicios, con el objetivo, entre otros aspectos, de facilitar el libre acceso a la provisión de determinados servicios y de reducir las cargas administrativas. Ambas líneas de reforma se tratarán de profundizar con la Ley de Economía Sostenible. Pese a ello, se detecta la persistencia de trabas al libre funcionamiento de ciertas actividades, como pueden ser las de comercio al por menor.

En relación con las industrias de red, los efectos de los procesos liberalizadores de la última década son más visibles en el sector de las telecomunicaciones, aunque persisten ciertos segmentos en que todavía se perciben algunas rigideces, que son de importancia decisiva para aprovechar las ventajas que proporciona el desarrollo de la sociedad de la información. En el terreno de la energía, a pesar de los numerosos cambios regulatorios que se han introducido con una finalidad liberalizadora, el grado de competencia existente de facto dista de estar a la altura de los requerimientos para que el sector pueda desplegar sus sinergias potenciales hacia el resto de la economía. Es necesario, por tanto, alcanzar mejoras efectivas en el entorno competitivo en el que se desenvuelven las empresas del sector, en línea con las recomendaciones de la Comisión Europea. Por último, en relación con el sector del transporte, el Proyecto de Ley de Economía Sostenible incorpora distintas actuaciones para incrementar la competencia en el mercado de transporte interurbano de viajeros y fomentar el transporte por ferrocarril a través, por ejemplo, de la mejora de la conexión entre distintos medios de transporte.

Finalmente, la reforma del sistema educativo y el rediseño de los incentivos para una mayor acumulación de capital tecnológico contribuirían también a incrementar la eficiencia de los factores de producción y, por tanto, a incrementar el crecimiento potencial de la economía. Estas reformas se tratan con mayor detalle en el capítulo siguiente, que ahonda también en el análisis de los obstáculos que plantea el diseño institucional de las relaciones laborales para una recuperación pronta y sostenida de la economía española.

1 Introducción

La crisis ha hecho más apremiante la necesidad de acometer reformas estructurales...

Como se ha descrito en el capítulo 1, en la crisis por la que atraviesa la economía española confluyen algunos factores externos con otros de naturaleza interna, ligados a la acumulación de importantes desequilibrios, que se manifestaron en un elevado endeudamiento privado, pérdidas de competitividad y una excesiva concentración de recursos en el sector inmobiliario, y que no solo se debieron a los factores que impulsaron la exuberancia del gasto, sino que también están relacionados con la persistencia de una serie de obstáculos de carácter estructural que limitan el potencial de crecimiento de la economía. A su vez, la crisis, por su dimensión y naturaleza, está teniendo unas implicaciones que van más allá de su impacto coyuntural sobre la actividad y el empleo e inciden negativamente sobre el nivel de la producción potencial y su crecimiento en el medio y largo plazo.

La rápida activación de políticas expansivas de demanda, monetarias y fiscales, para sostener el nivel de actividad ha conseguido frenar en el corto plazo los fuertes impulsos recesivos y quebrar peligrosos procesos de retroalimentación entre ellos. Pero estas políticas, útiles como amortiguadores de las fluctuaciones económicas, no corrigen por sí solas los problemas de naturaleza estructural que subyacen a la crisis y que esta misma ha acrecentado. Más aún, el agotamiento del margen disponible para estímulos adicionales y la urgente necesidad de acometer rápidamente una estrategia de consolidación fiscal ambiciosa hacen que, también desde una perspectiva de más corto plazo, directamente vinculada a la salida de la crisis, las políticas de reforma estructural tengan una importancia trascendental.

... que aceleren la recuperación e incrementen el crecimiento potencial de la economía española...

Las políticas de oferta son fundamentales para reabsorber rápidamente los desequilibrios acumulados y remover los obstáculos que constriñen la capacidad de crecimiento económico en el medio y el largo plazo, para así facilitar una recuperación más dinámica. Familias, empresas y sector público podrán reducir más fácilmente su endeudamiento y sanear sus posiciones financieras para reanudar sendas de gasto sostenibles en presencia de un elevado dinamismo de la renta nacional. A su vez, la contención de los costes laborales unitarios, necesaria para avanzar en la mejora de la competitividad, resultará más fácil si se establecen las bases para un aumento continuado de la productividad. Igualmente, no es imaginable que se pueda realizar la reasignación de los recursos productivos excedentes en el sector inmobiliario si no existe un marco más flexible que facilite el desplazamiento del capital y del trabajo hacia sectores con mayor potencial de crecimiento.

... mediante el impulso de la acumulación de capital físico, humano y tecnológico, y la mejora de su eficiencia

La misión de las políticas de oferta consiste, en última instancia, en promover el crecimiento potencial incentivando tanto una mayor acumulación de factores productivos (capital físico, humano y tecnológico) como una mejora de su eficiencia. Fruto de su habitual comportamiento procíclico, la inversión privada en bienes de equipo y en actividades de innovación tecnológica ha sufrido una contracción especialmente acusada durante la crisis, afectando negativamente al *stock* de capital productivo efectivamente disponible. La inversión pública ha desempeñado un papel parcialmente compensador, que se está viendo limitado, sin embargo, por la imperiosa necesidad de consolidación fiscal. La acumulación de capital humano también se está resintiendo. El crecimiento de la población activa se ha ralentizado, debido a la menor llegada de inmigrantes y a la disminución de las tasas de actividad, y la tasa de desempleo ha aumentado significativamente, al tiempo que la mayor demanda de educación se enfrenta con unos resultados del sistema educativo que tienen cierto margen de mejora. El aumento de la incidencia y de la duración del desempleo tiende a reducir la empleabilidad y la productividad de los trabajadores, mermando así el capital

humano de la economía y presionando al alza el desempleo estructural. Finalmente, en el terreno de las ganancias de eficiencia, la persistencia de algunos aspectos de la regulación de los mercados de bienes, servicios y factores, que contribuyeron, junto con otros elementos, a configurar una asignación sectorial de los recursos con un peso excesivo del sector inmobiliario y a mantener la tasa de crecimiento de la productividad en niveles bajos desde mediados de los años noventa, y que, en la actualidad, limitan la competencia y la adecuada gestión de los recursos productivos, tanto en lo que se refiere a su asignación sectorial como a su organización dentro de las empresas, sigue constituyendo una rémora importante.

Este capítulo analiza, desde dicha perspectiva, la situación de la oferta de los factores de producción y su eficiencia en la economía española para identificar los obstáculos que pueden estar limitando el dinamismo de ambas fuentes del crecimiento. Este enfoque analítico permite ofrecer algunas orientaciones sobre las áreas en las que la necesidad de actuación de las políticas económicas de oferta es más apremiante para elevar el nivel de producción potencial de la economía española y su crecimiento en el medio y largo plazo y, así, facilitar la salida de la crisis.

2 La oferta de factores de producción

Los tres tipos básicos de capital —físico, humano y tecnológico— con los que cuenta una economía se acumulan, respectivamente, a través de la inversión en bienes de equipo e infraestructuras, de la evolución demográfica y el nivel educativo de la población activa, y de la absorción por las empresas de los resultados de las actividades de I + D + i.

2.1 CAPITAL FÍSICO

La economía española incrementó notablemente su stock de capital físico durante la expansión...

Durante el período 1994-2007, el capital total creció en términos reales a una tasa anual media del 4%. Este aumento fue más elevado en el caso de los activos relacionados con las nuevas tecnologías (*software*, comunicaciones, etc.), los equipos de transporte y la maquinaria y bienes de equipo. A este dinamismo contribuyeron de forma similar tanto el sector privado como el sector público, con tasas de crecimiento del capital productivo no residencial del 4,8% y del 4,5%, respectivamente. Distinguiendo, dentro del capital privado, por sectores de actividad, se produjeron también diferencias notables en los incrementos: un 0,9% en la agricultura, un 3,2% en la industria, un 6,7% en la construcción y un 6,2% en los servicios destinados a la venta¹.

Tanto desde una perspectiva histórica como desde una óptica internacional, este avance en la capitalización de la economía española fue notable. Por una parte, se mantuvieron las tasas de crecimiento del capital de las décadas precedentes, incrementándose incluso en el caso del capital público y de los activos relacionados con las nuevas tecnologías. Por otra parte, el crecimiento del stock total del capital prácticamente duplicó el de la media de la UE 15. A estos avances en la dotación de capital de la economía española contribuyeron de forma importante las transferencias de capital recibidas de la UE, que serán mucho menos cuantiosas en los próximos años.

... pero, como el empleo creció fuertemente, la intensidad de capital no aumentó en el conjunto de la economía...

A pesar de la elevada inversión, la cantidad de capital físico disponible por trabajador (la relación capital-trabajo) no aumentó significativamente. Al contrario de lo que ocurrió en períodos anteriores, en los que fue más moderado, entre 1995 y 2007 el crecimiento del empleo fue de una magnitud similar al del stock de capital, por lo que la relación capital-trabajo se mantuvo relativamente estable y no se corrigió, por tanto, la insuficiencia de dotación de capital por trabajador de la economía española en relación con otros países europeos. Por el contrario, el capital público y el capital residencial por habitante aumentaron más que en la UEM (véase cuadro 2.1).

1. Los datos sobre capitalización de la economía española provienen de Fundación BBVA e IVIE, *El stock y los servicios de capital en España y su distribución territorial (1964-2007)*.

En porcentaje	1980	1995	2007
Ratio <i>stock</i> de capital-empleo	71,3	77,8	75,5
Ratio <i>stock</i> de capital productivo-empleo	65,9	84,9	81,5
Ratio capital físico privado-empleo	79,7	85,8	81,6
Ratio capital público-población	32,0	70,0	82,8
Ratio capital residencial-población	61,8	60,5	71,1

FUENTE: Indicadores estructurales de la economía española y de la UE, Banco de España.

... y tampoco se redujo la brecha de capital productivo instalado en sectores de tecnología más avanzada

No solo la intensidad de capital agregada en relación con otros países avanzados no aumentó, sino que su composición por activos y por sectores también siguió siendo algo distinta de la de dichos países (véase gráfico 2.1). La menor capitalización de la economía española era tradicionalmente más notoria en lo que se refiere al capital no residencial, cuyo crecimiento durante la expansión se concentró en el sector de la construcción (una tasa media anual de crecimiento del 6,7%), en transportes y comunicaciones (del 7,1%) y en servicios empresariales (del 9,3%) y sociales (9,9% en educación privada, 10,84% en sanidad y servicios sociales privados, y 11,8% en otras actividades sociales y servicios). Como consecuencia de todo ello, el capital productivo privado instalado en los sectores con elevado nivel tecnológico se mantuvo constante en torno al 7% durante el período 1994-2007. En relación con otros países avanzados, la intensidad de capital es especialmente elevada en el sector de la construcción y menor en manufacturas y servicios.

La crisis ha agravado las carencias de capitalización de la economía española...

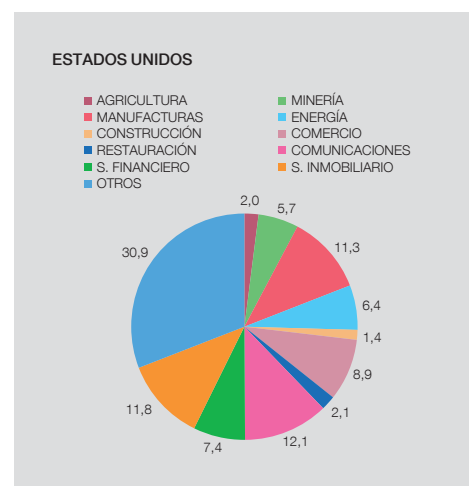
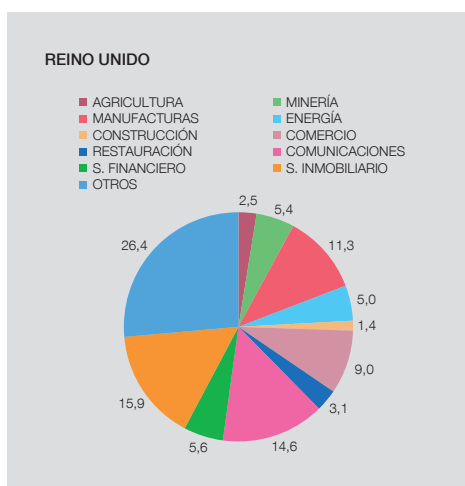
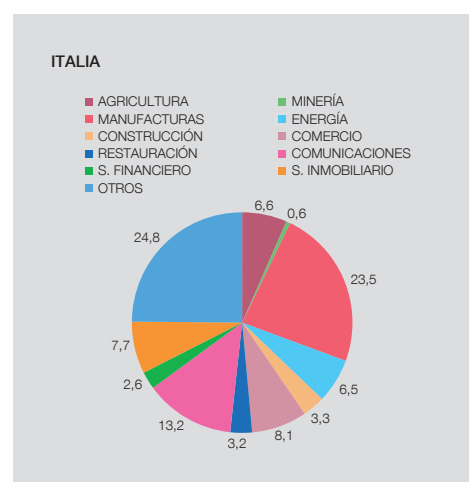
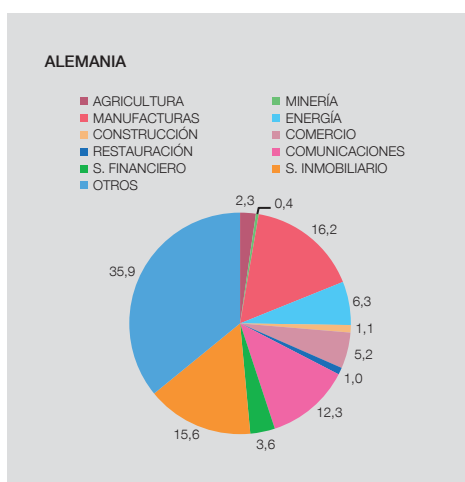
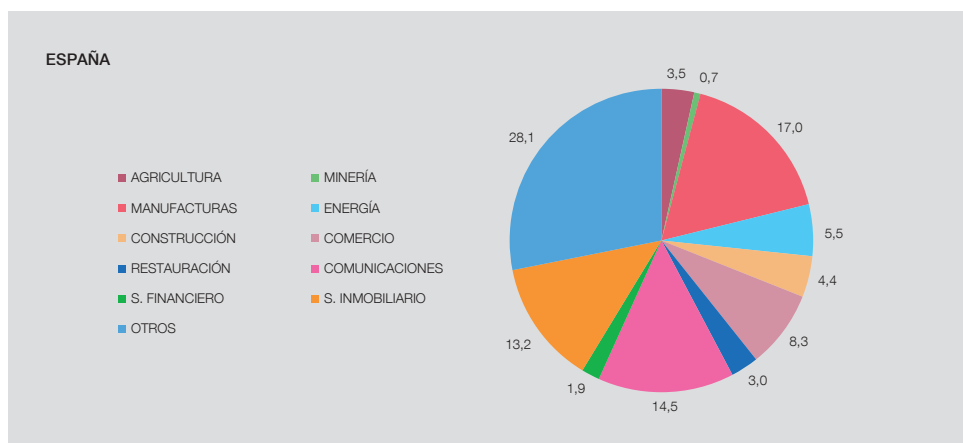
Como suele suceder en etapas recesivas, durante la crisis se ha producido una intensa caída en la formación bruta de capital (del 15,7% en 2009), muy acusada en el componente residencial, pero también en la formación bruta de capital en bienes de equipo (un 24% en 2009). Teniendo en cuenta esta caída de la inversión, el probable incremento de la tasa de depreciación del capital durante la crisis y el aumento del ritmo registrado de desaparición de empresas (véase recuadro 2.1), es muy posible que el *stock* de capital no residencial se haya reducido significativamente en los dos últimos años.

Por otra parte, el aumento del coste de uso del capital y la situación financiera de las empresas limitan las posibilidades de recuperación de la inversión privada, mientras que la necesaria consolidación fiscal impactará negativamente sobre la inversión pública. Por lo que respecta a la inversión residencial, su recuperación será incierta hasta que se complete el ajuste inmobiliario y se elimine el exceso de oferta acumulado. No cabe esperar, por tanto, un repunte significativo de la demanda de inversión, por lo que la dotación de capital físico seguirá siendo relativamente inferior a la de otros países de la UEM.

... reduciéndose el nivel de la producción potencial

El principal determinante del crecimiento potencial, medido en términos per cápita, es el crecimiento de la productividad del trabajo, cuyo nivel depende, a su vez, del capital disponible por trabajador y de la eficiencia de los factores de producción. El bajo crecimiento de la relación capital-trabajo y las escasas ganancias de eficiencia registradas durante el período 1995-2007 contribuyen a explicar el reducido incremento de la productividad del trabajo en estos años. Según las estimaciones disponibles, por cada punto porcentual de aumento de la relación capital-trabajo se produce un incremento de la productividad media del trabajo del 0,35 puntos porcentuales (pp)².

2. Las estimaciones de las elasticidades de la producción con respecto al capital físico y al capital humano están alrededor de 0,35 y 0,4, respectivamente (véase A. de la Fuente y R. Doménech (2002), *Human capital in growth regressions: how much difference does data quality make? An update and further results*, CEPR Discussion Paper, n.º 3587).



FUENTES: The EU KLEMS Growth and Productivity Accounts, versión de noviembre de 2009, y Banco de España.

a. Los datos están expresados en porcentajes.

En consecuencia, si España llegara a alcanzar la relación capital-trabajo de la media de la UEM (que es 18 pp más alta que la española), se elevaría la productividad del trabajo en 6,5 pp, con lo que se cerraría aproximadamente el 70% de la diferencia observada en 2007 entre las productividades del trabajo europea y española. El resto de la brecha de productividad (2,8 pp) sería atribuible a la menor eficiencia de los factores de producción en relación con dichos países.

Uno de los aspectos negativos de la crisis económica que mayor persistencia puede producir sobre la capacidad de crecimiento de la economía en el medio y largo plazo se deriva de su impacto negativo sobre el *stock* de capital de la economía. Este impacto surge, fundamentalmente, del intenso ajuste experimentado por la inversión productiva. Asimismo, la destrucción del tejido productivo derivado de la desaparición de empresas durante la crisis podría haber generado también un efecto negativo significativo sobre el *stock* de capital, que, sin embargo, resulta difícil de estimar. Este recuadro tiene como objetivo cuantificar este efecto, a partir de la información disponible¹ sobre salidas de empresas en España. En primer lugar, se realiza un análisis descriptivo de las empresas que están saliendo del mercado en la actual situación de crisis, prestando atención tanto a su número como a su sector de actividad, tamaño o condición jurídica. En segundo lugar, se presenta una estimación del impacto de esta desaparición de empresas en términos de pérdida del *stock* de capital de la economía.

Según datos del DIRCE, en 2008 —último año para el que se dispone de información— el número de empresas que salieron del mercado ascendió a 398.229, lo que representa un 23,5% más de bajas que en 2007, año previo al estallido de la crisis. En términos relativos, el número de empresas que cursaron baja en 2008 suponía un 11,9% del total del *stock* de empresas activas, una tasa de salida de empresas más de 2 puntos porcentuales (pp) superior a

1. Las fuentes de datos utilizadas en la elaboración de este recuadro son, en primer lugar, el Directorio Central de Empresas (DIRCE) del INE, que se nutre fundamentalmente de los datos fiscales de las empresas y, con periodicidad anual, publica datos sobre el número de empresas activas en España por sector, condición jurídica y estrato de asalariados, así como algunos cifras de demografía empresarial como la entrada y salida de empresas durante el año de referencia. El último dato proporcionado por el DIRCE se corresponde al 1 de enero de 2009, esto es, se refiere al año 2008. La segunda fuente utilizada es la Seguridad Social, que proporciona datos mensuales sobre baja de empresas con trabajadores en el régimen general o en el de la minería y el carbón. Tomando como base esos datos y teniendo en cuenta la proporción de empresas sin asalariados en España, se ha realizado una estimación aproximada del número total de empresas que salieron del mercado en 2009. Por último, se utilizará la información proporcionada los datos de la CB-Registros Mercantiles del Banco de España.

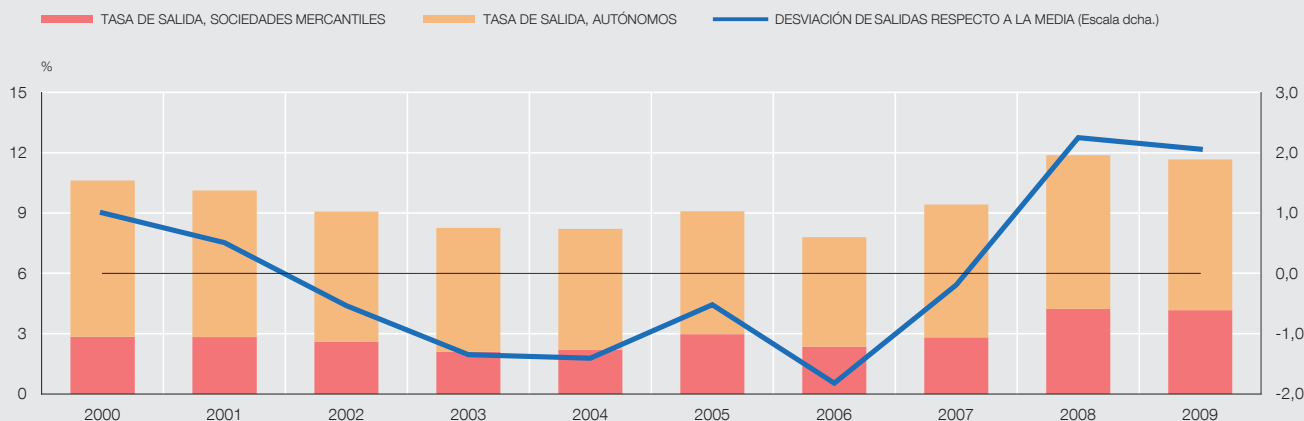
la de 2007² (véase gráfico adjunto). En torno a dos tercios del total de empresas que se dieron de baja eran autónomos o trabajadores por cuenta propia, un porcentaje 10 pp inferior a la media histórica, por lo que el cierre de sociedades mercantiles parece haberse acelerado en 2008. Por otra parte, los pocos datos disponibles para 2009 indican que la situación podría haber empeorado, dado que el número de sociedades mercantiles disueltas aumentó en torno a un 8% con respecto a las de 2008, según las estadísticas de sociedades mercantiles del INE, y el número de autónomos se redujo casi un 10%, según los últimos datos de la EPA.

El cuadro 1 muestra la distribución de las empresas que cerraron durante el año 2008, según el DIRCE, por sector de actividad y estrato de asalariados, mostrando en su primera columna la tasa de variación de las bajas entre 2007 y 2008 por sector de actividad. Como era de esperar, el mayor aumento en la destrucción de tejido productivo tuvo lugar en el sector de la construcción (con un incremento de las bajas del 74%), seguido por el sector de actividades inmobiliarias. Asimismo, en la segunda columna del cuadro se puede apreciar que los sectores de la construcción, otros servicios de mercado, así como comercio y ventas de vehículos, concentraron dos tercios del total de bajas. En las columnas sucesivas se muestra la tasa de salida por tamaño de la empresa. Se observa que las microempresas, definidas como empresas con menos de 10 asalariados, supusieron más del 98% del total de bajas en 2008³, porcentaje superior al que representan en el total del tejido productivo español (alrededor del 90%). Cabe destacar que el porcentaje de bajas con menos de diez asalariados fue similar en 2007, siendo, sin embargo, mucho menor el peso en las mismas de las empresas con asalariados (apenas un 30% del total de bajas, frente al 43% de 2008).

En cuanto a la estimación del impacto que la desaparición de empresas está suponiendo en términos de pérdida de capital instalado, esta presenta, al menos, tres dificultades. En primer lugar, el DIRCE

2. La tasa de salida de empresas en 2007 fue del 9,4%, porcentaje muy similar a la media del período 2000-2006, que estuvo en el entorno del 9%.
3. El 55% de ellas no tenía asalariados, mientras que un 43% tenía entre uno y nueve asalariados.

DESAPARICIÓN DE EMPRESAS POR CONDICIÓN JURÍDICA (% DEL STOCK DE EMPRESAS ACTIVAS)



FUENTES: DIRCE y Banco de España.

no ofrece información sobre el capital fijo de las empresas que cierran. Por este motivo, en este recuadro se aproxima el capital de las empresas que han desaparecido a partir del supuesto de que este es equivalente al nivel de inmovilizado material neto de amortización de las empresas de similares características en términos de sector de actividad (a dos dígitos), estrato de asalariados y condición jurídica, según se desprende de los datos de la CB-Registros Mercantiles del Banco de España⁴. La segunda dificultad deriva del desconocimiento sobre el valor residual del capital instalado de la empresa que desaparece, esto es, sobre la parte del valor del capital instalado que una empresa puede recobrar a su cierre. En este caso, se han considerado dos escenarios. El primero supone que el valor residual del capital es nulo, es decir, se asume que no existe la posibilidad de revender o reutilizar el capital para recuperar parte de su valor. El segundo escenario asume que se puede recobrar un 60% del valor del capital al final de la vida de la empresa. En tercer lugar, no hay datos disponibles todavía de bajas para el año 2009, por lo que se

4. Solo las empresas constituidas como una sociedad mercantil tienen la obligación de depositar anualmente sus cuentas en los registros mercantiles provinciales, por lo que, para hacer la estimación, se ha asumido que el capital instalado de las empresas constituidas como persona física es cero. Los últimos datos disponibles de la CB-Registros Mercantiles corresponden a 2007. Será, por lo tanto, el valor del inmovilizado material en 2007 el que se utilice como referencia en la estimación. Para aproximar el capital instalado total de las bajas en cada año se ha estimado el valor mediano del inmovilizado material de las sociedades mercantiles que operan en un determinado sector (definido a dos dígitos de la CNAE 93) y tienen un determinado número de empleados y condición jurídica, obteniéndose el inmovilizado material correspondiente al total de bajas (o de *stock* de empresas) entre 2007 y 2009 mediante su multiplicación por el número de empresas con esas características que se han dado de baja (o estaban activas) según el DIRCE el año de interés. Dado que es razonable pensar que el inmovilizado material de las empresas que se dan de baja es algo menor que el del resto de empresas activas, se ha realizado una estimación alternativa utilizando el inmovilizado material mediano de las empresas que se dan de baja en cada una de las celdas definidas por un tamaño, sector y condición jurídica dados.

ha tenido que realizar una estimación a partir de los datos proporcionados por la Seguridad Social⁵.

A partir de estos supuestos, la primera columna del cuadro 2 muestra una estimación del impacto, en términos de capital instalado, de la desaparición de empresas en 2007, año en el que la crisis todavía no había dejado notar todos sus efectos, por lo que podría tomarse como el impacto de la salida de empresas en un año normal. Se observa que en ese año la salida de empresas habría supuesto la desaparición de un 3% del capital instalado de la economía en el escenario 1, y de un 1% en el escenario 2⁶. Las columnas 3 y 4 del cuadro muestran que la crisis habría generado un aumento en la destrucción de capital instalado, debido al cierre de empresas, con respecto al habido en 2007, de algo menos de 2 pp por año en el escenario 1 y de 0,70 pp en el escenario 2, lo que equivaldría en ambos casos a un aumento temporal de la tasa de depreciación del capital agregado de una magnitud similar.

En resumen, este recuadro muestra que la actual situación de crisis ha elevado el número de empresas que se han visto obligadas a cerrar. La destrucción del *stock* de capital de la economía derivada de este fenómeno podría haber sido, por lo tanto, significativa. La desaparición de empresas, de acuerdo con la radiografía mostrada para el año 2008, se concentró en los sectores de construcción y otros servicios de mercado, así como en comercio y venta de vehículos. En su inmensa mayoría eran, además, de muy reducido tamaño.

5. La estimación del número de bajas en 2009 realizada a partir de la Seguridad Social es muy conservadora, por lo que se debería considerar como un suelo. Estimaciones alternativas, utilizando, por ejemplo, datos de la EPA, elevarían sensiblemente el número de bajas para 2009. 6. Este porcentaje sería sensiblemente inferior, estaría en el entorno del 1% en el escenario 1, si se utilizara el inmovilizado material mediano de las empresas que se dan de baja, en vez del de todas las empresas con unas determinadas características. Sin embargo, dado que la estimación del número de bajas para 2009 es claramente conservadora, la multiplicación de un menor inmovilizado material por un mayor número de bajas en 2009 arrojaría una estimación de capital destruido por la crisis muy similar a la ofrecida en el cuadro 2.

1 DISTRIBUCIÓN SECTORIAL Y POR ESTRATO DE ASALARIADOS DE LAS BAJAS EN 2008 (EN PORCENTAJE)

Salidas de empresas	Variación 2007/2008	Total 2008	Por estrato de asalariados				Total
			Sin asalariados	De 1 a 9 asalariados	De 10 a 19 asalariados	Más de 20 asalariados	
Industrias extractivas	12,5	0,0	42,3	56,1	1,1	0,5	100,0
Manufacturas y energía	18,5	5,2	50,0	46,5	2,3	1,2	100,0
Construcción	74,2	27,2	43,6	54,2	1,5	0,7	100,0
Comercio y venta de vehículos	4,5	21,9	61,5	37,9	0,4	0,2	100,0
Hostelería	-0,3	9,6	49,6	49,7	0,6	0,2	100,0
Transporte	8,2	4,5	63,2	36,1	0,4	0,2	100,0
Correos y telecomunicaciones	15,1	0,3	60,0	37,9	1,5	0,7	100,0
Intermediación financiera y seguros	19,3	1,7	77,6	22,2	0,1	0,1	100,0
Actividades inmobiliarias	49,8	6,3	47,4	52,1	0,4	0,1	100,0
Otros servicios de mercado	17,5	13,7	69,6	29,6	0,5	0,3	100,0
Servicios no de mercado	10,4	9,5	64,9	34,0	0,7	0,5	100,0
TOTAL	23,5	100,0	55,8	43,0	0,9	0,4	100,0

FUENTE: DIRCE.

2 ESTIMACIÓN DEL COSTE DE LAS SALIDAS DE EMPRESAS

Capital fijo	% del <i>stock</i> de capital destruido por bajas (escenario 1)	% del <i>stock</i> de capital destruido por bajas (escenario 2)	Capital destruido por salidas en 2008-2009, como % del <i>stock</i> 2007 (escenario 1)	Capital destruido por salidas en 2008-2009, como % del <i>stock</i> 2007 (escenario 2)
	2007	2007	Media anual	Media anual
Industrias extractivas	1,1	0,5	0,9	0,4
Manufacturas y energía	1,6	0,6	1,8	0,7
Construcción	3,9	1,6	7,7	3,1
Comercio y venta de vehículos	2,3	0,9	2,9	1,2
Hostelería	4,0	1,6	4,3	1,7
Transporte	2,1	0,8	2,2	0,9
Correos y telecomunicaciones	4,8	1,9	5,5	2,2
Intermediación financiera y seguros	3,1	1,2	6,1	2,4
Actividades inmobiliarias	4,6	1,8	9,1	3,6
Otros servicios de mercado	3,5	1,4	5,2	2,1
Servicios no de mercado	2,2	0,9	2,7	1,1
TOTAL	3,0	1,2	4,7	1,9

FUENTES: Seguridad Social y Banco de España.

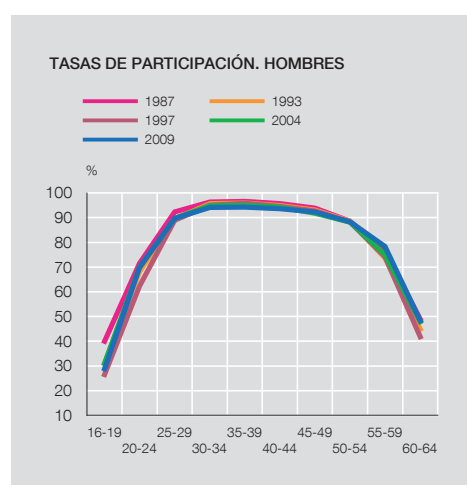
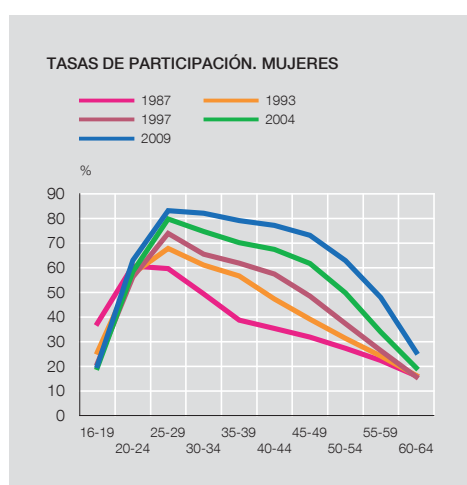
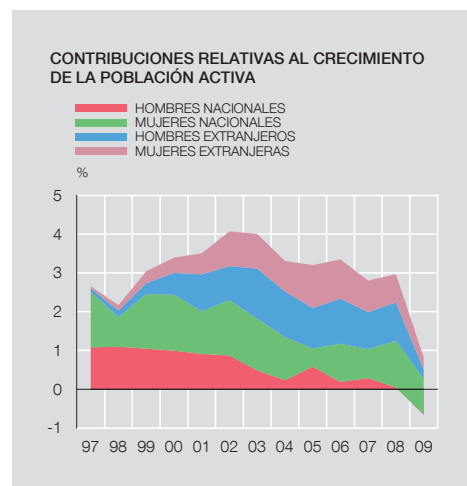
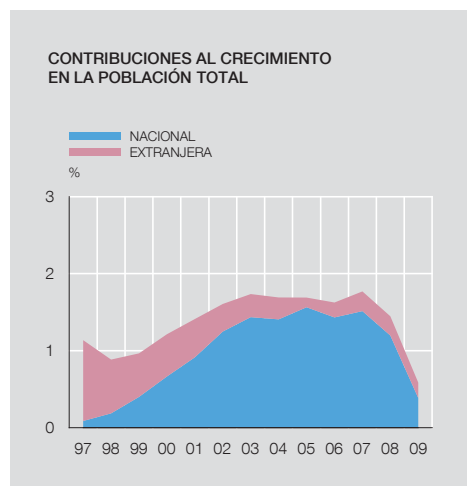
2.2 CAPITAL HUMANO

También se incrementaron notablemente la población activa y su nivel educativo medio

El decenio 1997-2007 fue uno de los períodos de mayor crecimiento de la población activa en la economía española. Este avance, a una tasa anual media del 1,43%, se sustentó en la intensidad de los flujos inmigratorios (primer y segundo paneles del gráfico 2.2). La población activa extranjera residente en España contribuyó a ese incremento medio en 0,98 pp, frente a los 0,44 pp en que lo hizo la población nativa. La aportación de esta última descansó, principalmente, en el aumento de la tasa de actividad femenina (tercer panel del gráfico 2.2). En 2009, el crecimiento de la población activa se redujo al 0,59%, siendo la contribución de la población activa extranjera de 0,39 pp, y de 0,20 pp la de la población activa nacional, que tuvo un comportamiento muy distinto (tercer y cuarto paneles del gráfico 2.2) entre la población masculina (contribución negativa de 0,65 pp) y la femenina (contribución positiva de 0,92 pp).

Un indicador habitual del capital humano per cápita es la relación entre la suma ponderada de las personas en edad de trabajar, con ponderaciones en función del nivel educativo alcanzado, y el valor resultante de dicha suma suponiendo que toda la población hubiera alcanzado el nivel educativo máximo. Según este indicador, el *stock* de capital humano por persona en edad de trabajar habría aumentado, entre 1995 y 2007, en casi 9 pp, y la brecha en relación con la UEM se habría reducido en casi 8 pp, incluso cuando se corrige por la calidad relativa del sistema educativo (véase cuadro 2.2)³. El aumento del capital humano estuvo impulsado por un crecimiento notable del gasto público en educación, que, ponderado por la población de 16 a 64 años, aumentó desde el 58,3% hasta el 81,3% del correspondiente a la media de la UEM. Durante la

3. Para realizar esta corrección se tienen en cuenta los resultados del programa PISA (*Programme for international student assessment*) de la OCDE y el gasto público por estudiante. Véase S. Puente y M. Pérez, «Las series de *stock* de capital humano y tecnológico en los indicadores de convergencia real», *Boletín Económico*, diciembre 2004, Banco de España.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

INDICADORES DE CAPITAL HUMANO

CUADRO 2.2

	1995	2007
Capital humano per cápita (a) (b)	51,4	60,6
Capital humano corregido de calidad (b)	50,3	59,1
Población en formación continua (b)	9,6	10,4
Población con estudios superiores (b)	23,9	37,4
RELACIÓN ESPAÑA-UEM		
Capital humano per cápita (a)	87,5	95,4
Capital humano corregido de calidad	85,6	93,0
Gasto público en educación per cápita (a)	71,3	81,3 (c)
Formación continua	223,4	123,8
Estudios superiores	122,6	128,7

FUENTE: Indicadores estructurales de la economía española y de la UE, Banco de España.

- a. La población comprende a personas de entre 16 y 64 años.
- b. Porcentajes.
- c. Se refiere a valores del año 2006.

crisis, sin embargo, la tasa de actividad de los jóvenes ha disminuido considerablemente respecto a 2007, en especial en el grupo de 16 a 19 años —en 5,8 pp para los varones y en 4,1 pp para las mujeres—, lo que está asociado, en parte, a un aumento de la demanda de educación.

No obstante, existe una cierta polarización del nivel educativo de la fuerza de trabajo...

A pesar del notable incremento del nivel educativo medio, sigue existiendo, sin embargo, una alta proporción de la población en edad de trabajar que no ha completado la enseñanza secundaria (un 49% en 2007, frente al 30% de la media de países de la OCDE). Cuando a este hecho se une el elevado crecimiento de la población con educación universitaria (un 29% de la población de 25 a 64 años residente en España en 2007 tenía un título universitario, frente al 27% de la media de países de la OCDE), se configura una situación en la que el peso de la población solo con educación secundaria es la mitad del correspondiente a la media de países de la OCDE (un 22%, frente a un 44%). Esta polarización desemboca, por tanto, en una notoria escasez de trabajadores con cualificaciones medias, procedentes de los programas de formación profesional de la educación reglada.

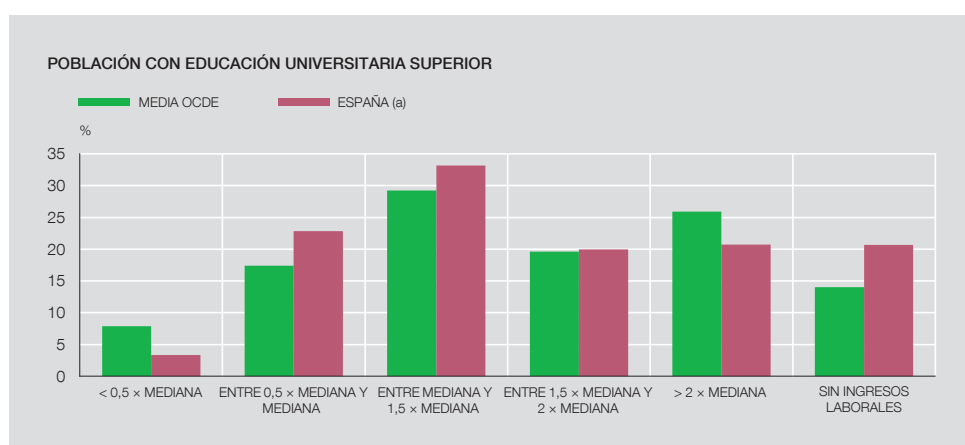
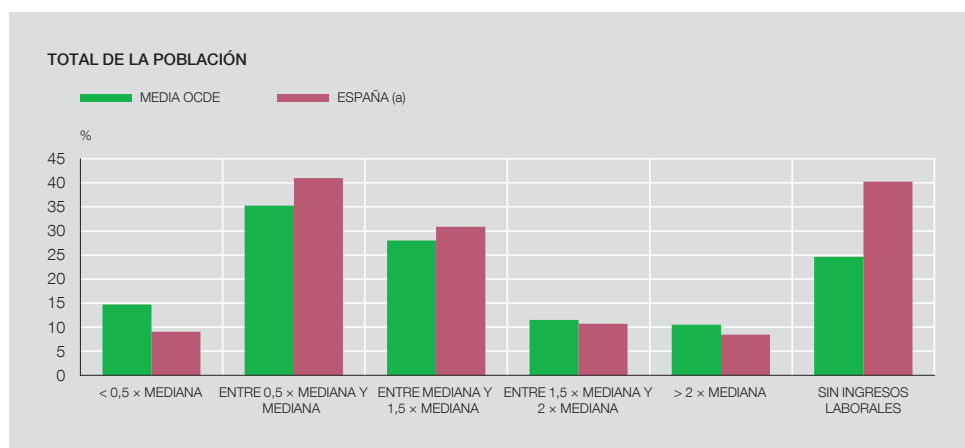
... los rendimientos laborales de la educación son relativamente reducidos...

Otro indicador habitual para evaluar el dinamismo de la acumulación de capital humano es el que se conoce como rendimientos salariales de la educación, que, en definitiva, mide el incremento en los ingresos salariales que se obtendría como resultado de permanecer más tiempo en el sistema educativo, formándose más antes de incorporarse al mercado de trabajo. En la medida en que los ingresos salariales estuvieran asociados a la productividad, este indicador mediría el impacto de los aumentos del nivel educativo sobre la dotación de capital humano corregida por calidad. No obstante, en la interpretación de este indicador también hay que tener en cuenta que la reciente expansión, por su naturaleza, ha podido afectar de forma distinta a los salarios de trabajadores de diferentes cualificaciones y que las distorsiones del mercado de trabajo español pueden introducir una brecha entre salarios y productividad, por lo que los rendimientos salariales de la educación no son un reflejo exclusivo de la eficacia del sector educativo a la hora de acumular capital humano.

En España, este indicador muestra valores de escasa magnitud como consecuencia de dos factores, que se ilustran en el gráfico 2.3. En primer lugar, los niveles de los salarios están algo más concentrados que en la media de los países de la OCDE (primer panel), con solo el 8,4% de la población con ingresos salariales por encima del doble de la mediana y el 9,1% de la población por debajo de la mitad de la mediana (frente al 10,5% y al 14,7%, respectivamente, en la zona de referencia). En segundo lugar, disponer de un título universitario aumenta en menor medida la probabilidad de tener ingresos laborales por encima de dos veces la mediana (alrededor de 12 pp en España, frente a 15 pp en la media de la OCDE), lo que, en parte, se debe a un elevado desajuste ocupacional entre los titulados universitarios, que, en una proporción excesiva, ocupan puestos de trabajo de cualificación inferior a su nivel educativo.

Quando se tienen en cuenta la financiación pública de la educación (coste de la educación, becas, etc.) y otros rendimientos económicos de la misma, tales como la probabilidad de tener un empleo y el impacto diferencial de la imposición directa y de las transferencias sociales por niveles de renta (prestaciones por desempleo, pensiones, etc.), el incremento de renta que resulta de la inversión en educación a lo largo del ciclo vital es todavía más reducido en España en comparación con otros países de la UE: por cada año adicional de educación, el rendimiento privado de la educación en España es de alrededor del 7,8%, mientras que en el conjunto de la UE es de casi el 9%. Aun así, dicho rendimiento es más elevado que el de otros activos, lo que justifica la inversión privada y pública en educación⁴.

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



FUENTE: *Education at a glance* (2009), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

a. Datos disponibles para el año 2004.

... y muestran una tendencia decreciente

El hecho de que el rendimiento salarial de la educación en España sea relativamente reducido es el resultado de una tendencia decreciente observada en la última década. En general, los estudios que utilizan datos microeconómicos encuentran que ha caído desde alrededor del 7% en 1995 a menos del 6% en 2006 cuando se comparan individuos de diferente nivel de educación pero con otras características personales (edad, sexo, etc.) iguales, o desde más del 3% al 2% cuando se comparan individuos con características personales similares que, además, realizan el mismo tipo de trabajo (sector, ocupación, tipo de contrato, etc.)⁵. Un factor importante que ha contribuido a esta disminución es el desajuste ocupacional que se deriva de que muchos puestos de trabajo de baja cualificación se ocupen por trabajadores con un alto nivel educativo. Como consecuencia, cuando se construyen índices de la calidad del capital humano ponderando los niveles educativos de población por el rendimiento salarial de la educación, resulta que los avances han sido muy poco significativos, porque el impacto positivo del crecimiento del nivel educativo queda parcialmente compensado por el efecto negativo del menor valor de la educación que resulta del desajuste ocupacional⁶.

5. Los datos utilizados por estos estudios provienen de la Encuesta de Estructura Salarial (INE), disponible para los años 1995, 2002 y 2006. 6. Véase A. Lacuesta, S. Puente y P. Cuadrado (2008), *Omitted Variables in the Measure of a Labour Quality Index: the Case of Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 0835, Banco de España.

Dado que los rendimientos salariales de la educación dependen de la demanda y de la oferta relativas de trabajo de diferentes cualificaciones y que existe cierta evidencia de que las nuevas tecnologías han podido producir un aumento de la demanda relativa de trabajadores con mayor nivel educativo, la disminución del rendimiento salarial de la educación resulta paradójica. Es cierto que la oferta de estos trabajadores también ha aumentado considerablemente, pero un incremento similar se ha producido también en otros países donde, al contrario que en España, se han registrado aumentos del rendimiento salarial de la educación. Así pues, la tendencia decreciente de estos rendimientos observada en nuestro país indica la existencia de dos posibles lagunas en el proceso de acumulación del capital humano, un aumento insuficiente de la calidad de la educación y una demanda de trabajo sesgada hacia actividades intensivas en trabajo para la que las cualificaciones de ámbito general ofrecidas por el sistema educativo no resultan muy productivas.

En el futuro, el crecimiento del capital humano dependerá en mayor medida de la mejora de la calidad de la educación

Mirando al futuro, varios de los factores que pueden contribuir a aumentar la oferta del capital humano están limitados. Por una parte, la población en edad de trabajar se estancará e, incluso, puede disminuir en los próximos lustros. Según las últimas proyecciones demográficas del INE, la población de 16 a 64 años disminuirá a una tasa anual media del 0,3% durante el período 2009-2015 y del 0,17% durante los cinco años siguientes. Por otra parte, las tasas de actividad tienen poco margen de crecimiento, una vez que, salvo en las cohortes de edades más elevadas, las de la población femenina están ya muy cercanas a las de la población masculina. La crisis, además, está afectando negativamente a las tasas de actividad de la población joven, que extiende su permanencia en el sistema educativo, y a las de los trabajadores mayores, que en etapas recesivas salen en mayor medida del mercado de trabajo accediendo anticipadamente a la jubilación. Estos efectos podrían tener un cierto componente permanente y provocar una caída de la población activa, aun teniendo en cuenta que, si la población joven actual incrementa su nivel educativo, en el futuro su tasa de actividad podría ser más elevada. Si bien la inmigración podría volver a incrementarse sobre el escenario previsto, el margen extensivo de crecimiento de la población activa de mayor recorrido parece residir en el alargamiento de la vida laboral, lo que requerirá, entre otras medidas, cambios en normas de acceso y cálculo de las pensiones de jubilación, y en la disminución de la tasa de desempleo, para lo que resulta necesaria una reforma laboral. A ello hay que añadir otro factor de riesgo importante, derivado de la crisis, que puede afectar negativamente a la acumulación de capital humano. Al igual que ocurre con el capital físico, la tasa de depreciación del capital humano puede haber aumentado significativamente por el alargamiento de la duración de los períodos de desempleo. La evidencia empírica sobre la pérdida de capital humano y los consecuentes efectos negativos sobre la empleabilidad y la productividad de los trabajadores que sufren largos períodos de desempleo es bastante concluyente (véase recuadro 2.2). Aunque es probable que estos efectos negativos de la duración del desempleo se materialicen en menor medida que en episodios de crisis anteriores, no se puede descartar que la tasa de desempleo estructural o NAIRU se incremente, con la consiguiente disminución de la producción potencial.

Así, pues, en el actual escenario demográfico y laboral, el aumento del capital humano tendrá que sustentarse, en mayor medida, en incrementos del nivel educativo de la población y de la calidad de educación y en la mejora de los programas de formación para trabajadores desempleados. Existe un amplio margen de mejora del nivel educativo mediante la reducción del porcentaje de la población que no completa la educación secundaria, mientras que la mejora de la calidad requiere la revisión de algunos aspectos de las políticas educativas para incrementar la eficacia del gasto público en educación. También sería conveniente mejorar la forma en la que se gestionan los programas de formación para desempleados.

Una permanencia duradera en el desempleo puede causar una erosión de las habilidades adquiridas a través de la experiencia laboral, que afectaría a los ingresos salariales futuros. De acuerdo con los datos de la EPA, la proporción de parados de larga duración ha pasado de un 22% a principios de 2008 a cerca de un 35% en el cuarto trimestre de 2009, lo que supone casi un millón y medio de parados¹.

Diferentes estudios internacionales muestran que los desempleados de larga duración presentan una mayor dificultad para encontrar un nuevo empleo y su retorno al mercado de trabajo está asociado a pérdidas salariales permanentes. En Estados Unidos se ha cuantificado una caída salarial a largo plazo de entre el 10% y el 25% del salario inicial para aquellos trabajadores que perdieron su empleo en las crisis de 1993 y 1982, respectivamente². En Alemania, una estimación comparable para los trabajadores que perdieron su trabajo durante la recesión de 1982 estaría en torno al 13%. En el caso español, al no haber hasta recientemente estadísticas salariales adecuadas para realizar estos cálculos, las pérdidas derivadas de una

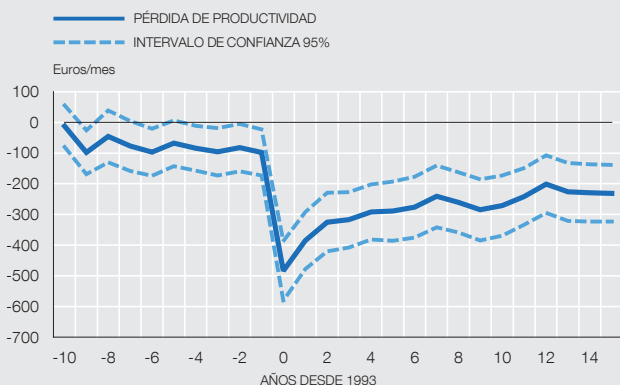
estancia prolongada en el desempleo se han evaluado examinando las variaciones en la probabilidad de salir del desempleo hacia la ocupación. Arellano, Bentolila y Bover (2002) estiman que la tasa de salida del desempleo de quien lleva un año o más en el paro puede ser hasta 12 pp menor que la de quien lleva tres meses.

La disponibilidad de nuevas fuentes estadísticas con información salarial de los mismos trabajadores en distintos momentos del tiempo (p. ej., la Muestra Continua de Vidas Laborales, de la Secretaría de Estado de la Seguridad Social) permite computar las diferencias de ingresos salariales entre dos personas con las mismas características de género, edad, educación y sector de ocupación, una de las cuales perdió su empleo durante el primer trimestre de 1993, mientras que la otra siguió trabajando. Dichas diferencias salariales se valoran teniendo en cuenta que, según estos registros administrativos de la Seguridad Social, en el año 1992 el salario medio era de 1.180 euros y que el ingreso toma valor cero en aquellos años en los que los individuos no trabajan³. Para esta comparación se consideran todos

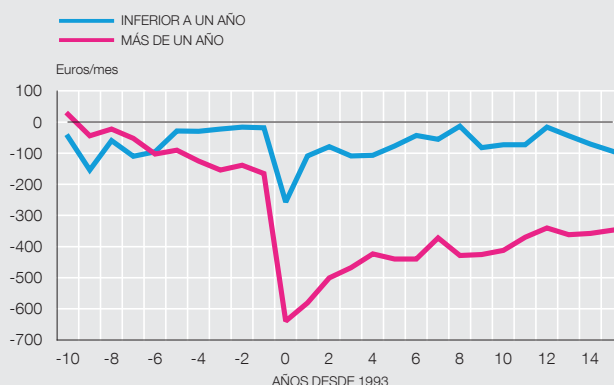
1. Se considera desempleado de larga duración a aquel desempleado que lleva más de un año en esta situación. 2. Para el caso de Estados Unidos, la evidencia en Jacobson, Lalonde y Sullivan (1993), «Earnings Losses of Displaced Workers», *American Economic Review* 83 (4), pp. 685-709. Para el caso de Alemania, Bender, Schmieder y Von Wachter (2010), *The Long-Term Impact of Job Displacement in Germany During the 1982 Recession on Earnings, Income, and Employment*, Documento de Trabajo DP0910-07, Columbia University.

3. La media mostrada está expresada en euros constantes del año 1993 e incluye la imputación estocástica de aquellos salarios que son superiores a la base de cotización máxima. Las conclusiones a medio plazo no se ven afectadas de forma notable por esta imputación. Asimismo, si se contabilizaran los ingresos derivados de prestaciones, se alcanzarían conclusiones similares. Evidentemente, en ese caso, la caída de ingresos durante los tres primeros años después de la pérdida (período de búsqueda del nuevo empleo) sería menor.

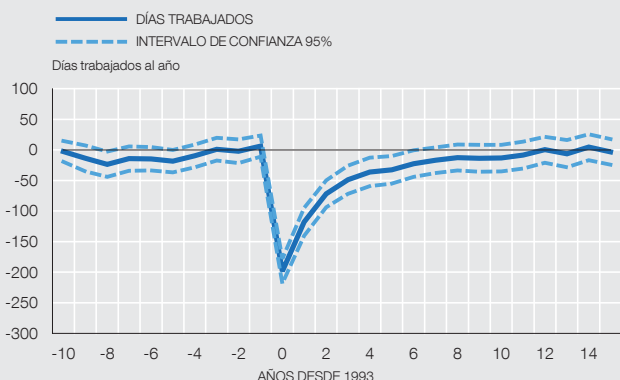
1 PÉRDIDA DE PRODUCTIVIDAD (a)



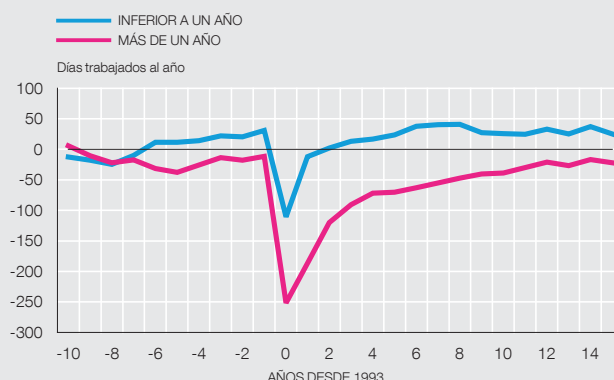
2 PÉRDIDAS DE PRODUCTIVIDAD SEGÚN DURACIÓN EN DESEMPLEO (a)



3 DIFERENCIA EN DÍAS TRABAJADOS (a)



4 DIFERENCIA EN DÍAS TRABAJADOS SEGÚN DURACIÓN DEL DESEMPLEO (a)



FUENTE: Banco de España.

a. Las diferencias en productividad y días de trabajo se calculan en todos los casos con respecto a las personas que permanecieron trabajando.

los trabajadores que estuvieron al menos un año en la empresa antes de perder el empleo y los desempleados que no volvieron a su empresa inicial tras la pérdida del empleo. Se observa que, antes del período de desempleo, el grupo de despedidos cobraba en media ligeramente menos que el grupo de los que permanecieron en el empleo. El hecho de estar en el desempleo aumentó considerablemente las diferencias entre los dos grupos y, a medida que los parados fueron saliendo de este estado, las diferencias se acortaron. Sin embargo, seis años después de la pérdida de su empleo, los salarios seguían siendo sensiblemente inferiores a los de quienes

mantuvieron el empleo, y esta diferencia se mantiene incluso más allá de los diez años (gráfico 1). Esta pérdida es más acusada para quienes estuvieron durante más tiempo en el desempleo, como se puede observar en el gráfico 2, en el que se compara la evolución salarial de los desempleados que volvieron al empleo tras menos de un año y la de quienes tuvieron períodos de desempleo superiores a un año.

En la mediana, los trabajadores que perdieron su empleo en el primer trimestre del 1993 redujeron su salario cerca del 17% entre seis y diez

PÉRDIDAS DE PRODUCTIVIDAD ASOCIADAS A LA CRISIS DE 1993 Y COMPARACIÓN CON LA ACTUAL

Panel A: Efecto de perder el empleo en I TR 1993 sobre el salario mensual medio entre 1998 y 2003 (a) (b)

En porcentaje

TOTAL	-17,1
SEXO	
Hombres	-18,8
Mujeres	-16,6
DURACIÓN DEL PARO	
Menos de un año	-3,1
Más de un año	-29,2

Panel B: Porcentaje de ocupados que pierden el empleo con respecto a la media del trimestre (c)

	IV TR 2008	I TR 2009	IV TR 1992	I TR 1993
SEXO				
Hombres	0,96	0,94	0,90	0,94
Mujeres	1,00	1,04	1,21	1,13
EDAD				
16-24 años	2,94	2,56	2,48	2,16
25-34 años	1,26	1,33	1,07	1,08
35-45 años	0,89	0,96	0,59	0,63
Más de 45 años	0,57	0,60	0,59	0,73
SECTOR DE ACTIVIDAD				
Agricultura	1,07	1,46	1,11	1,49
Industria	0,83	0,85	0,95	0,94
Construcción	2,11	2,33	1,54	1,70
Servicios	1,00	0,98	1,00	0,99
Administración Pública	0,52	0,46	0,69	0,66
PROFESIÓN				
Directivos y profesionales	0,42	0,38	0,65	0,55
Técnicos	0,83	0,71	0,73	0,69
Dependientes	1,24	1,10	1,44	1,07
Manual	1,44	1,58	1,12	1,31

FUENTES: Encuesta de Población Activa (EPA), del INE, y Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL), de la Seguridad Social.

a. Elaboración propia, a partir de la MCVL.

b. El efecto se computa como el salario medio cobrado entre cinco y diez años después de la pérdida del empleo, en términos porcentuales, respecto al último salario cobrado antes de entrar en paro. Se muestra la mediana de las pérdidas individuales.

c. Cálculos a partir de los datos de la EPA.

años después de la pérdida. No hay grandes diferencias entre hombres y mujeres. La pérdida es muy reducida (3%) para aquellos trabajadores que están poco tiempo en el desempleo, pero sustancial (30%) para quienes están más de un año (panel A del cuadro adjunto). Estos resultados son coherentes con la hipótesis de que la permanencia en el paro durante la crisis de 1993 generó una pérdida notable de capital humano en el medio plazo.

Para extrapolar estos resultados a la crisis actual, habría que considerar, en primer lugar, las diferencias entre las características de quienes entraron en el desempleo en la crisis anterior y quienes lo han hecho recientemente, y entre la duración de cada uno de los colectivos en el desempleo, así como la manera en que se produzca la recuperación en el actual episodio de crisis. Sobre los dos primeros puntos se dispone de cierta evidencia a partir de los flujos de la EPA. Como se especifica en el panel B del cuadro adjunto, la composición de los entrantes al desempleo durante 1993 presenta ciertas similitudes con la composición de estos en la crisis actual, ya que en ambos episodios se produjeron tanto una contracción del sector de la construcción como una caída del precio de la vivienda tras un período expansivo. No obstante, en la crisis actual, los hombres, los jóvenes, los trabajadores poco cualificados y los provenientes de la construcción

están sufriendo una mayor tasa relativa de destrucción de empleo. A priori, se puede pensar que el capital humano específico del trabajo que se acumula en las ocupaciones de menor cualificación es inferior al del resto, con lo que los efectos estimados para la crisis de 1993 serían una cota superior a lo esperable. Asimismo, en la actualidad, el paro de larga duración es menor que en 1993 (cuando, según la EPA, alcanzaba casi el 50%), por lo que estas dos vías llevarían a pensar en una pérdida agregada inferior al 17% para quienes pierdan el empleo en la crisis actual. Sin embargo, la recuperación de la economía después de 1993 fue relativamente rápida e intensa, en especial para los servicios, pero también para la construcción, y se pudo absorber en un período relativamente corto una cantidad importante de mano de obra poco cualificada que estaba parada, mientras que, en la situación actual, la imposibilidad de utilizar el tipo de cambio puede llevar a que el ajuste de salarios reales se extienda durante un período más prolongado. Si bien la tasa de salida del desempleo en la actualidad sigue siendo relativamente elevada (un 25% en frecuencia trimestral, alcanzando el 56% para los parados que llevan menos de tres meses en esta situación, según el Observatorio Laboral de la Crisis)⁴, habrá que esperar para observar cómo evoluciona esta dinámica.

4. Véase <http://www.fedea.es/observatorio/>.

2.3 CAPITAL TECNOLÓGICO

Las actividades de innovación tecnológica aumentan el crecimiento potencial mediante la introducción de innovaciones de producto, que pueden incluso traducirse en la aparición de nuevas empresas e industrias, la introducción de innovaciones de proceso, normalmente aparejadas a la incorporación de nuevas máquinas, y las mejoras organizativas, que explotan las complementariedades entre los factores de producción, permitiendo así una mayor eficiencia productiva.

Las actividades de innovación tecnológica también se incrementaron...

El gasto en I + D como porcentaje del PIB aumentó desde el 0,8% en 1995 al 1,35% en 2008. Otros indicadores también muestran avances en este campo: el personal en actividades de I + D como porcentaje de la población ocupada aumentó del 0,5% en 1995 al 1,1% en 2008. En consecuencia, la brecha en relación con la UEM en lo que se refiere a la relación capital tecnológico-PIB se redujo en 23 pp entre 1995 y 2007 (véase cuadro 2.3).

... aunque con un cierto desequilibrio entre la financiación pública y la privada...

No obstante, el esfuerzo inversor de carácter tecnológico se ha realizado con un cierto desequilibrio entre la financiación pública y la privada del mismo. Mientras que el presupuesto público en gasto en I + D + i presentó tasas de crecimiento del 25% anual en el período 2004-2008 y el gasto en I + D + i ejecutado por el sector privado aumentó considerablemente (del 0,4% del PIB en 1995 al 0,74% en 2008), la financiación privada, como proporción del total, se redujo desde el 48% en 2004 al 45% en 2008, cifra que contrasta con la meta del 66% establecida por la Estrategia de Lisboa. Por ello, podría estar justificado mantener un esfuerzo presupuestario público en esta materia⁷, particularmente en las fases de debilidad cíclica, ya que existe evidencia empírica que sugiere que esa inversión tiene un cierto carácter procíclico.

7. Véase Á. Estrada y J. M. Montero (2009), *R&D investment and endogenous growth: a SVAR approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0925, Banco de España.

En porcentaje	1980	1990	1995	2007
Capital tecnológico sobre PIB	2,9	3,5	4,4	5,9
Gasto en I + D sobre PIB	...	0,8	0,8	1,3
Gasto en I + D público sobre PIB	...	0,3	0,4	0,6
Gasto en I + D privado sobre PIB	...	0,5	0,4	0,7
Patentes solicitadas por residentes (a)	1,1	6,5	9,9	28,6
RELACIÓN ESPAÑA-UEM				
Capital tecnológico sobre PIB	24,8	33,8	41,9	54,9
Gasto en I + D sobre PIB	...	45,2	47,0	68,5
Gasto en I + D público sobre PIB	...	29,1	61,8	82,0
Gasto en I + D privado sobre PIB	...	34,5	36,9	60,1
Patentes solicitadas por residentes (a)	3,2	8,7	11,8	17,5

FUENTE: Indicadores estructurales de la economía española y de la UE, Banco de España.

a. Por millón de habitantes.

... al tiempo que se avanzaba en la vertebración del sistema español de innovación

Además de este esfuerzo público en términos de gasto en I + D + i, también se avanzó en el diseño de los programas e iniciativas a través de los cuales se canalizan las ayudas públicas, si bien todavía quedan algunas lagunas que podrían ser abordadas en el desarrollo de la nueva Ley de la Ciencia, como son la mejora de la gobernanza del sistema público de investigación y la carrera del personal investigador, la reorganización de los Organismos Públicos de Investigación (OPI), la creación de una agencia autónoma que se encargue de la financiación de la I + D + i, el apoyo a la creación de empresas de base tecnológica por parte de los entes públicos de investigación, y el aumento de los flujos de trabajadores entre estos entes y las empresas privadas. Igualmente, existen márgenes importantes de mejora en la eficacia del apoyo público a la I + D + i mediante la superación de las dificultades de gestión y las trabas burocráticas para la utilización de los incentivos públicos.

La estructura empresarial y los problemas de transferencia tecnológica dificultan el aprovechamiento del esfuerzo innovador...

La dinámica de transmisión de los avances tecnológicos hacia la actividad es más lenta en España que en otras economías avanzadas por la presencia de problemas de transferencia tecnológica desde el sector de investigación hacia los sectores de bienes y servicios finales. Estos problemas reflejan, entre otros factores, la escasa colaboración entre centros de investigación y empresas, las deficiencias en el funcionamiento de los parques tecnológicos y científicos y las restricciones a las actividades empresariales de algunos colectivos de investigadores⁸. Por otra parte, la capacidad de absorción de tecnología de las empresas españolas, que viene determinada por la experiencia acumulada en actividades de investigación, es escasa⁹. En este sentido, si bien es cierto que el tejido productivo español está compuesto en mayor medida que en otros países de nuestro entorno por pequeñas y medianas empresas especializadas en productos de nivel tecnológico medio o bajo y que tienen una menor propensión a innovar, también las empresas de mayor tamaño innovan relativamente menos, siendo especialmente llamativa la diferencia en las compañías del sector servicios¹⁰.

Como es sabido, la cualificación del factor trabajo y la provisión de formación por parte de las empresas desempeñan un papel importante en la realización de actividades innovadoras y en

8. Informe Anual 2009, Fundación COTEC. 9. Véase P. López y J. M. Montero, *Understanding the Spanish business innovation gap: the role of spillovers and firms' absorptive capacity*, de próxima publicación en la serie de Documentos de Trabajo del Banco de España. 10. Véanse E. Gordo (2005), «Características de la innovación tecnológica en las empresas españolas», *Boletín Económico*, junio 2005, Banco de España; y L. Abramovsky, J. Jaumandreu, E. Kremp y B. Peters (2004), «National differences in innovation behaviour: facts and explanations», mimeo.

la asimilación de los procesos tecnológicos generados fuera de la empresa. En España existe evidencia que indica que la contratación temporal tiene un impacto negativo sobre la innovación empresarial, que tendría su raíz tanto en la menor motivación que se deriva de la baja probabilidad que estos empleados tienen de llegar a tener un contrato indefinido como en la menor probabilidad de que puedan recibir formación dentro de las empresas¹¹.

... existiendo un amplio margen de mejora en los resultados

Ciertamente se han producido avances importantes en los resultados de la I + D + i, con crecimientos de los indicadores al uso más elevados que en otras economías avanzadas. Así, por ejemplo, el número de patentes por millón de habitantes pasó de 9,9 en 1995 a 28,9 en 2007 (véase cuadro 2.3). También la producción científica española ha crecido rápidamente: del 2,5% del total mundial al 3,2% entre 2000 y 2007¹². Sin embargo, a pesar de estos avances, la posición relativa de España en lo que se refiere a producción tecnológica y científica, una vez se tienen en cuenta otros indicadores de su impacto, no parece haber variado sustancialmente¹³.

3 La eficiencia en el uso de los factores de producción

Además de la acumulación de capital físico, humano y tecnológico, el crecimiento potencial se nutre de los avances en la eficiencia en el uso de dichos factores de producción. Para medir la eficiencia productiva se utilizan los indicadores de productividad, que, habitualmente, se refieren al factor trabajo o, una vez descontada la contribución de los distintos tipos de capital, a la productividad total de los factores (PTF)¹⁴. Este último indicador aproxima los efectos sobre el crecimiento económico del progreso tecnológico no incorporado al capital y otros avances en la asignación de los factores productivos a actividades sectoriales alternativas y en su organización dentro de las empresas. Las comparaciones internacionales y la evolución temporal de la PTF permiten extraer conclusiones sobre posibles variaciones en las contribuciones relativas de los distintos determinantes del crecimiento económico. Estas conclusiones, no obstante, deben tomarse con cierta cautela, ya que estos indicadores no están exentos de problemas de medición, tanto a escala agregada como, especialmente, en su desagregación sectorial. Por otro lado, hay que tener en cuenta también que un bajo crecimiento de la PTF en el conjunto de la economía puede ocultar, en ocasiones, avances importantes en la gestión y ganancias de competitividad internacional en empresas concretas. Este es, precisamente, el caso de la economía española, en la que en estos últimos años algunas compañías han consolidado posiciones de liderazgo mundial en varios sectores.

El crecimiento económico reciente se produjo por el incremento de los factores, no tanto por las ganancias de eficiencia...

Durante el período 1995-2007, el crecimiento económico en España estuvo basado, fundamentalmente, en el aumento del empleo, mientras que, por el contrario, el incremento de la PTF fue muy inferior al registrado en períodos anteriores (gráfico 2.4). Aunque en lo que se refiere a las fuentes del crecimiento existen algunas diferencias entre sectores, la desaceleración de la PTF en los últimos años fue bastante generalizada. Incluso en la industria manufac-

11. C. Albert, C. García-Serrano y V. Hernanz (2004), «Firm-provided training and temporary contracts», *Spanish Economic Review*, vol. 7, n.º 1, pp. 67-88. 12. *Informe Anual 2009*, Fundación COTEC. 13. En efecto, los índices de impacto de la producción científica española o la posición de las universidades españolas en los rankings habituales (Shangai, etc.) no muestran mejoras significativas. 14. La medición de la PTF requiere estimaciones de las cantidades de factores de producción (capital, trabajo, materias, primas, etc.) utilizados para la obtención de una cierta cantidad de producto, así como de las elasticidades de este respecto a cada uno de los factores de producción. Para la medición del factor trabajo se utiliza el total de horas trabajadas, ponderadas por la calidad del factor trabajo, mientras que para el capital se utiliza una estimación de los servicios productivos proporcionados por el stock de capital instalado. La metodología disponible para realizar estimaciones de los inputs y de sus elasticidades está desarrollada y armonizada internacionalmente [véase, por ejemplo, Marcel Timmer, Mary O'Mahony & Bart van Ark (2008), *The EU KLEMS Growth and Productivity Accounts: An Overview*, University of Groningen & University of Birmingham (www.euklems.net)]. No obstante, al utilizar datos de la PTF hay que tener en cuenta que las dificultades que estas estimaciones plantean son especialmente relevantes en el caso de algunos sectores económicos. Para una valoración de cómo supuestos alternativos utilizados en la estimación de la PTF afectan a los resultados obtenidos en el caso de la economía española, véase J. Segura (2006), *La productividad en la economía española*, Fundación Ramón Areces, donde se muestra que el bajo crecimiento de la PTF desde mediados de la década de los noventa no se puede atribuir a la utilización de determinados supuestos para su medición.



FUENTE: The EU KLEMS Growth and Productivity Accounts, versión de noviembre de 2009.

a. Los datos representan las contribuciones al crecimiento económico de los distintos factores, por sectores.

turera, donde la contribución del crecimiento del empleo durante la última década previa a la crisis fue prácticamente inexistente, se observa una reducción importante de las ganancias de eficiencia. En la construcción, han sido las contribuciones del empleo y del capital no tecnológico las que han permitido el fuerte crecimiento de la producción, siendo la aportación de la PTF en este sector especialmente negativa. El incremento de la PTF en el sector de actividades financieras tuvo que ver con procesos de innovación específicos que se desarrollaron al amparo de la fuerte expansión crediticia y que, en algunos casos, no resultaban sostenibles¹⁵.

... y estuvo basado en una especialización productiva en sectores de bajo crecimiento de la productividad

El bajo crecimiento de la PTF fue también el resultado de la concentración de recursos productivos en sectores intensivos en mano de obra y de bajo crecimiento de la productividad, a la que contribuyeron numerosos factores. La expansión excesiva del crédito favoreció especialmente a los sectores que, como son los casos de la construcción y de la promoción inmobiliaria, producen o comercian con activos que pueden ser utilizados como colateral de los préstamos¹⁶. Las pérdidas de competitividad, a su vez, hicieron menos atractivas las oportunidades de inversión en el sector de bienes comercializables frente a las del sector de bienes no comercializables. Y, finalmente, sin ánimo de exhaustividad, la disponibilidad de abundante oferta de trabajo proveniente de la inmigración, el tratamiento fiscal favorable a la compra de viviendas y otros factores regulatorios laborales y urbanísticos fueron también especialmente propicios para el desarrollo de la actividad del sector inmobiliario.

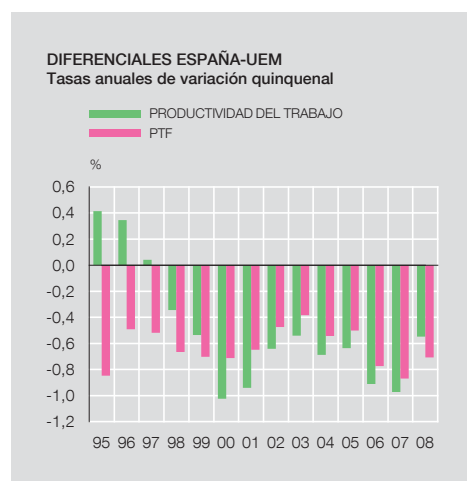
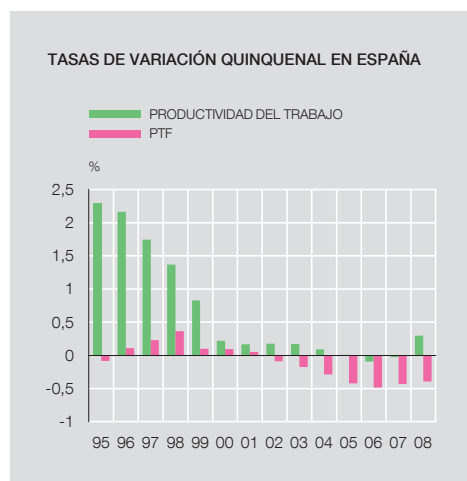
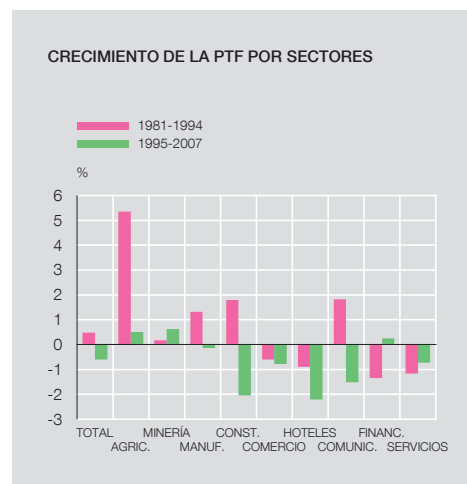
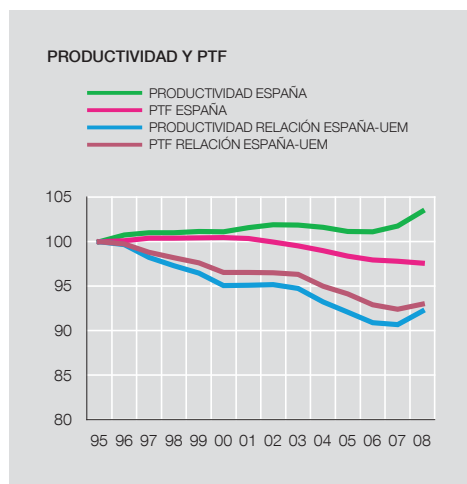
Como resultado, el crecimiento de la productividad fue significativamente menor que en otros países de nuestro entorno

La introducción de nuevas tecnologías de las comunicaciones y de la información favorece, en principio, el crecimiento de la PTF, a través, sobre todo, de cambios en la organización del trabajo y de la mejora de la eficiencia productiva. Los estudios empíricos disponibles destacan que los efectos positivos de las nuevas tecnologías sobre la productividad se producen, sobre todo, por las ganancias de eficiencia derivadas de la complementariedad entre el capital tecnológico, el capital humano y la reorganización del trabajo dentro de las empresas. Así, en países como Estados Unidos y los países nórdicos, donde las posibilidades de reorganización de las plantillas no están especialmente constreñidas, se observa una fuerte aceleración de la PTF asociada a la introducción de las nuevas tecnologías. En cambio, en España las mayores restricciones existentes han condicionado una introducción más lenta de estas tecnologías y un menor impacto de las mismas sobre la productividad, por lo que la brecha entre la productividad del trabajo y la PTF entre España y otros países avanzados se amplió considerablemente (gráfico 2.5).

El reciente repunte de la tasa de crecimiento de la productividad no puede interpretarse como una mejora permanente

En los dos últimos años se ha producido un rápido crecimiento de la productividad aparente del trabajo, con tasas de crecimiento del 0,7% en 2007, el 1,5% en 2008 y el 3,1% en 2009. No obstante, sería un error interpretar este repunte como una ganancia de eficiencia genuina resultante de avances en la PTF. Los datos de *stock* de capital necesarios para el cómputo de esta variable solo están disponibles con varios años de desfase, por lo que no es posible disponer de cifras sobre su comportamiento más reciente. A su vez, la pérdida de peso de las actividades con menor crecimiento de la productividad, al contrario de lo que ocurrió durante la expansión, estaría explicando un repunte de esta variable debido al efecto transitorio derivado del cambio en la composición sectorial. Finalmente, la tasa de crecimiento de la PTF tiene un comportamiento muy volátil, por lo que es necesario recurrir a sus valores medios en periodos amplios para detectar cambios significativos.

¹⁵. Deben recordarse también las conocidas dificultades para medir con precisión la producción de este sector. ¹⁶. Véase Ó. Arce, J. M. Campa y Á. Gavilán (2008), *Asymmetric collateral requirements and output composition*, Documentos de Trabajo, n.º 0837, Banco de España.



FUENTE: Indicadores estructurales de la economía española y de la UE, Banco de España.

Las ganancias de eficiencia dependen fundamentalmente de factores de tipo institucional...

La asignación de los factores de producción a determinadas actividades productivas y la combinación más o menos eficiente de los mismos dentro de las empresas pueden verse condicionadas tanto por regulaciones de índole laboral como por restricciones a la competencia en el mercado de bienes y servicios que constriñen las ganancias de eficiencia encareciendo la creación de nuevas empresas con proyectos de inversión productivos y favoreciendo el mantenimiento de empresas de menor productividad.

... en particular, los originados en la legislación laboral...

En lo que se refiere a la legislación laboral, dos aspectos resultan especialmente contraproducentes. En primer lugar, la alta incidencia de la contratación temporal y su papel preponderante en los ajustes del empleo no solo afectan negativamente a los incentivos a la inversión en capital humano por empresarios y trabajadores, sino que hacen menos atractivas formas de organización del trabajo más adaptadas a las nuevas tecnologías. Así, por una parte, las empresas recurren a la rotación continua de trabajadores en lugar de explotar las ganancias de productividad derivadas de la experiencia que dan los períodos de empleo más largos y, por otra, ante la necesidad de reducir el empleo, los puestos de trabajo que se destruyen en primer lugar son los ocupados por trabajadores temporales, cuyo despido tiene un menor coste, en lugar de otros puestos de trabajo de menor productividad, ocupados por trabajadores con contrato indefinido, cuya rescisión es más costosa. Por lo que respecta a la negociación colectiva, la preponderancia de los convenios colectivos de ámbito superior a la empresa y su escasa adaptabilidad ante

condiciones cambiantes derivadas, por ejemplo, de la introducción de nuevas formas de producción impiden en muchas ocasiones a numerosas pequeñas y medianas empresas reorganizar su fuerza de trabajo en búsqueda de una mayor eficiencia. Como se ha demostrado durante la crisis, esta falta de adaptabilidad, de la que disfrutaban en mayor medida las empresas de mayor tamaño que tienen convenio colectivo propio, ha resultado demasiadas veces en la desaparición de empresas que, en otro marco, podrían haber sido viables en el medio plazo.

... que determinan la dinámica de creación y destrucción de empresas

En una economía moderna, el crecimiento económico se produce mediante la continua reasignación de factores de producción dentro de las empresas y de los sectores de producción. En buena parte, esta reasignación de recursos se lleva a cabo mediante el proceso de creación y destrucción de empresas, que hace que compañías y modelos de negocio obsoletos sean sustituidos por nuevas instituciones y modelos más productivos, lo que genera notables ganancias de productividad. Ciertas regulaciones de los mercados de bienes y servicios que imponen barreras a la entrada o limitan la competencia frenan este proceso de «destrucción creativa». Diversos estudios han tratado de medir las ganancias de productividad derivadas de la reasignación sectorial y, si bien los resultados dependen del método de medición empleado y del período temporal y del país y sector económico objetos de análisis, la conclusión general que puede extraerse para el caso español es que, en mayor medida que en otros países, los crecimientos de productividad se producen en empresas ya existentes y no tanto por la entrada de empresas más eficientes que sustituyen a las menos productivas¹⁷.

4 Políticas para impulsar el crecimiento potencial

Las políticas de oferta combinan medidas presupuestarias y cambios en la regulación

El impulso del crecimiento potencial y el aumento del dinamismo de la productividad requieren un gran esfuerzo de avance en la eficiencia por parte de todos los agentes. A los empresarios corresponde un papel especialmente importante en la mejora de la gestión de las empresas, en la formación y cualificación de los recursos humanos y en la dirección de las inversiones hacia los sectores más competitivos. Los poderes públicos, por su parte, pueden influir sobre las decisiones de inversión de los hogares en capital humano y de las empresas en capital físico y tecnológico mediante las normas regulatorias y las acciones presupuestarias que generen los incentivos apropiados. Estos instrumentos pueden incidir sobre los costes y los beneficios de las diferentes alternativas de inversión y de organización de los factores de producción y favorecer la canalización de los recursos productivos hacia las actividades más eficientes. Dentro del conjunto de normas, las regulaciones del mercado de bienes, servicios y de trabajo son especialmente relevantes. Las decisiones de inversión en capital humano dependen, en parte, de los rendimientos salariales de la educación y de la estabilidad laboral, que, a su vez, resultan determinadas por la regulación laboral, que también tiene efectos sobre la eficiencia a través de las limitaciones que introduce en la organización y gestión del trabajo dentro de las empresas. En cuanto a la regulación de la competencia en el mercado de bienes y servicios, la participación del sector público en determinadas industrias, las barreras a la actividad empresarial mediante normas administrativas o regulatorias opacas, las cargas administrativas para el inicio de la actividad y las trabas al comercio influyen sobre las decisiones de inversión en capital físico y tecnológico y sobre la asignación sectorial de los factores de producción.

Las políticas de oferta requieren un diseño cuidadoso para ser eficaces...

Es importante que las medidas que desarrollen las políticas de oferta, para ser eficaces, sean claras (definiendo de forma precisa los objetivos y los instrumentos) y simples (utilizando el menor número posible de instrumentos por objetivo). Hay que evitar la utilización de instrumentos demasiados complejos, que supongan trabas burocráticas y administrativas excesivas. Muchas veces, la falta de coordinación entre organismos de la Administración General del Estado y entre estos y los de entes territoriales lleva a una concatenación de

17. Véase P. López-García, S. Puente y Á. L. Gómez (2007), *Firm productivity dynamics in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 0739, Banco de España.

diferentes instrumentos contraria a la simplicidad y a la eficiencia. En una situación como la actual, en la que la consolidación presupuestaria constituye una elevada prioridad, la eficacia de los programas de transferencias para incidir sobre las decisiones de los agentes privados o de provisión de bienes públicos (educación, formación, etc.) debe ser evaluada de manera rigurosa.

... y deben articularse de forma complementaria

Para que las medidas de las políticas de oferta sean coherentes entre sí, es necesario tener en cuenta la complementariedad que existe entre ellas. La eficacia de medidas presupuestarias es mayor cuando el marco regulatorio es adecuado y, a su vez, algunos cambios regulatorios pueden tener un impacto presupuestario positivo, pues al ayudar a reducir la deuda pública amplían el margen de actuación presupuestaria. Por ejemplo, según algunas estimaciones, las reformas estructurales, a través de su impacto sobre la productividad en el medio plazo, ralentizarían significativamente el incremento de endeudamiento del sector público y mitigarían el impacto negativo de corto plazo sobre el PIB que una consolidación fiscal pudiera tener.

La Ley de Economía Sostenible da un nuevo impulso a las políticas de oferta

La Ley de Economía Sostenible (LES) contempla un conjunto de medidas dirigidas a crear empleo y a lograr un nuevo modelo económico, mediante la consecución de cinco objetivos: la competitividad, la sostenibilidad medioambiental, la normalización del sector de la vivienda, la innovación y formación profesional, y el apoyo a nuevos sectores económicos. Junto con el desarrollo de la LES, se han anunciado otras medidas, como la Ley de la Ciencia o las previstas en relación con la modernización de la Justicia, la reforma de la Administración, la revisión del sistema financiero, la lucha contra el fraude y la economía sumergida, el impulso por la innovación y la competitividad, la modernización sectorial, el desarrollo de un modelo energético sostenible, el transporte, y el empleo y el estado del bienestar. Todo ello conforma un programa de actuación muy amplio, si bien sería deseable que todo ello se organizara con una cierta ordenación y prioridad en torno a las reformas más relevantes y urgentes.

El desarrollo de estas iniciativas legislativas abre, pues, una nueva oportunidad para continuar avanzando en el proceso de mejora de la regulación de los mercados de bienes y servicios y en la articulación de unas políticas sectoriales más eficaces. Estas líneas de actuación resultan fundamentales para la recuperación del crecimiento potencial.

La reforma del sistema educativo es prioritaria y urgente...

Entre las reformas estructurales que necesitan ser abordadas, la del sistema educativo es fundamental para conseguir un aumento y mejora de capital humano. Si bien el nivel educativo de la población española se ha incrementado considerablemente, todavía queda cierto margen de mejora en áreas tales como la escasez de oferta de cualificaciones de nivel medio y el aumento de la excelencia de la educación universitaria, al menos en los segmentos educativos a los que accede la mayoría de la población estudiantil, y en particular entre los hijos de la población inmigrante, que tienen unos resultados educativos peores y una mayor probabilidad de abandonar la educación reglada que los de la población autóctona.

La limitación del gasto público en educación no es un factor especialmente relevante a la hora de explicar estas deficiencias. La evidencia internacional muestra que no hay una relación clara entre los gastos en educación y los indicadores de resultados del sistema educativo. Y la experiencia española muestra que los resultados no han seguido estrechamente el incremento de gasto en los últimos años. Así pues, el énfasis debería dirigirse hacia reformas que permitieran aumentar la eficiencia educativa de los recursos dedicados a la educación. Algunos aspectos de las políticas educativas —en particular, en lo que se refiere al diseño curricular, la oferta educativa de nivel superior alternativa a la universitaria y la promoción de la excelencia educativa en la enseñanza universitaria— son fundamentales a este respecto.

También es importante que las reformas educativas y laborales sean coherentes y complementarias entre sí, para superar el evidente desajuste que existe entre el sistema educativo y el mercado laboral.

... junto con el rediseño de los incentivos a la acumulación de capital tecnológico...

De igual manera, para incrementar la acumulación de capital tecnológico, es necesario contemplar modificaciones del actual sistema de incentivos a la I + D + i. Si bien se han hecho esfuerzos notables, el nivel de gasto tanto en I + D + i como en tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) sigue siendo significativamente más reducido en nuestro país que en el resto de los países de nuestro entorno, y los efectos de arrastre de la financiación pública sobre la inversión privada parecen ser, según la evidencia disponible, bastante reducidos, a pesar de que España posee uno de los sistemas de créditos fiscales para la I + D + i más generosos de la OCDE. Esto indica claramente que hay margen de mejora de los mecanismos de gestión de los incentivos a la I + D + i y que resulta especialmente necesaria la implantación de sistemas rigurosos de evaluación de los programas en marcha.

... la gestión de las políticas activas del mercado de trabajo...

La importancia de la reforma de la regulación laboral y de las políticas de empleo para mejorar el funcionamiento del mercado de trabajo se han tratado en profundidad en el capítulo 1 de este Informe. Baste aquí con señalar algunas de sus implicaciones para el aumento de la productividad y el crecimiento a medio y a largo plazo. Desde esta perspectiva, hay que mencionar la importancia que tienen las políticas activas del mercado de trabajo, dirigidas a aumentar la empleabilidad y la productividad de los trabajadores mediante la formación específica y la reducción de la duración de los períodos de desempleo para afrontar la necesaria reasignación sectorial del empleo desde los sectores que, como consecuencia de la crisis, sufrirán un ajuste permanente hacia sectores alternativos con mayor potencial de crecimiento.

... una reforma profunda de los mecanismos de contratación laboral...

Desde el punto de vista del crecimiento de la productividad, la dualidad del sistema actual de contratación tiene consecuencias negativas sobre la acumulación de capital humano y sobre los incentivos para la organización eficiente del trabajo. Tanto por el lado del trabajador como por el lado del empresario, la inversión en formación específica a la empresa le resulta poco rentable si la duración de las relaciones laborales son cortas, porque ambos anticipan que, en caso de necesidad de ajuste laboral, los trabajadores temporales serán los primeros en perder su puesto de trabajo, independientemente de su productividad en relación con la de los trabajadores con contratos indefinidos. También las necesidades empresariales en relación con la movilidad geográfica y funcional acaban siendo satisfechas mediante la contratación temporal, en lugar de explotar las ganancias de eficiencia derivadas de una reorganización de una plantilla más estable.

... y la reforma de la negociación colectiva

De manera similar, la articulación y los contenidos de los convenios colectivos tampoco favorecen la reorganización de los recursos productivos con el fin de incrementar la productividad. Los convenios colectivos resultan ser poco adaptables a los cambios económicos y tecnológicos a los que deben hacer frente las empresas, al introducir mecanismos de rigidez salarial importantes y limitar la movilidad geográfica y funcional. También las posibilidades de introducir nuevas formas de organización del trabajo que mejoren la eficiencia se encuentran restringidas por convenios sectoriales de ámbito provincial en cuyos contenidos muestran un elevado grado de inercia y que limitan notablemente la capacidad de decisión empresarial sobre la gestión de recursos humanos y la propia competitividad de las empresas.

3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

1 Introducción

En el año 2009 la economía mundial siguió sufriendo las consecuencias de la crisis financiera y experimentó una profunda recesión...

... que alcanzó especial intensidad en algunas economías desarrolladas

Los fuertes estímulos fiscales y monetarios y los apoyos al sector financiero mitigaron el impacto de la crisis

La profundidad de la crisis y la respuesta de las políticas económicas fueron, en general, más moderadas en las economías emergentes

En el conjunto de 2009, la economía mundial experimentó una profunda recesión y la primera caída de la actividad global desde 1946. La recesión tuvo su origen en la grave crisis financiera que se desencadenó en septiembre de 2008, la más virulenta desde la Gran Depresión, cuyas consecuencias siguieron condicionando la evolución de la economía y los mercados financieros globales. El punto más agudo de la caída se produjo en los primeros meses del ejercicio. Tras estabilizarse en el segundo trimestre, la economía mundial inició una mejora progresiva que, aunque con altibajos y diferencias significativas entre países, se ha venido consolidando hasta el momento actual.

El colapso de las transacciones financieras y comerciales, y el hundimiento de las demandas internas, tras el rápido aumento de la incertidumbre que llevó aparejada la crisis, provocaron una contracción del PIB global del $-0,6\%$ en el conjunto del año, quebrando la trayectoria de crecimiento previa y provocando una importante pérdida de producto y riqueza (véanse cuadro 3.1 y gráfico 3.1). La caída de la actividad fue especialmente intensa en las economías desarrolladas ($-3,1\%$), donde el deterioro de los sistemas financieros fue más severo. Entre estas, el descenso del producto tendió a ser mayor en las economías más abiertas, como Japón (-5%) o Reino Unido (-5%), mientras que en Estados Unidos fue más moderado ($-2,4\%$). El ajuste dio lugar a fuertes pérdidas de empleo y a incrementos muy acusados de las tasas de desempleo en numerosos países, entre ellos Estados Unidos.

La caída de la actividad y del empleo hubiera sido notablemente mayor de no haber mediado una rápida reacción de las políticas económicas, que se concretó en cuantiosos planes de estímulo fiscal (de casi 2 puntos del PIB en las economías avanzadas) y en un impulso monetario extraordinariamente intenso, instrumentado mediante tipos de interés cercanos a cero en la mayoría de países industrializados y el desarrollo de una batería de medidas no convencionales, que dieron lugar a un crecimiento sin precedentes de los balances de los principales bancos centrales. Asimismo, los apoyos al sector financiero fueron decisivos para evitar un colapso del sistema y para cortar la realimentación entre la caída de la actividad y el deterioro de la situación de las instituciones financieras. Estos apoyos se desplegaron de forma coordinada a escala internacional, coordinación que se mantiene en el proceso de reformas financieras, regulatorias y supervisoras que se está desarrollando en el ámbito del G 20.

Aunque las economías emergentes también se vieron notablemente afectadas por la crisis y la mayoría pasó por una recesión, en su conjunto registraron un crecimiento positivo en 2009 [$2,3\%$, casi 4 puntos porcentuales (pp) menos que en 2008]. Destacan China e India, con avances superiores al $8,5\%$ y al $5,5\%$, respectivamente, que estuvieron entre las pocas economías que contribuyeron positivamente al crecimiento global durante el período recesivo. Por el contrario, en otras áreas emergentes —en particular, Europa del Este ($-4,1\%$) y América Latina ($-2,1\%$)— la actividad retrocedió notablemente. En estas economías, con la salvedad de China, los estímulos fiscales tendieron a ser más reducidos que en las economías avanzadas y se pusieron en marcha algo más tarde, en parte por las incertidumbres ligadas al acceso a la financiación, pero también por el menor impacto de la crisis. La respuesta de las políticas monetarias fue también notable, aunque, en general, tuvo un carácter más convencional que en las desarrolladas. Los tipos de interés se redujeron sustancialmente, pero no se acercaron al límite de cero, salvo alguna excepción. Los apoyos externos —bilaterales o multilaterales— y el uso de las reservas internacionales se revelaron como importantes factores de amortiguación de la crisis en muchos de estos países.

	2007	2008	2009	2009			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS							
PIB (a)	2,1	0,4	-2,4	-3,3	-3,8	-2,6	0,1
IPC (a)	2,9	3,8	-0,3	0,0	-1,2	-1,6	1,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-5,2	-4,9	-2,9	-4,4	-3,8	-3,2	-2,9
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,7	-6,6	-12,5				
JAPÓN							
PIB (a)	2,4	-1,2	-5,2	-8,9	-5,7	-5,2	-1,0
IPC (a)	0,0	1,4	-1,4	-0,1	-1,0	-2,2	-2,0
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	4,8	3,2	2,8	2,6	2,4	2,4	2,8
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,4	-4,2	-10,3				
ZONA DEL EURO							
PIB (a)	2,7	0,6	-4,1	-5,1	-4,9	-4,1	-2,1
IAPC (a)	2,1	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	0,4	-0,8	-0,4	-1,7	-1,4	-1,1	-0,4
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,6	-2,0	-6,3				
REINO UNIDO							
PIB (a)	2,6	0,5	-5,0	-5,4	-5,9	-5,3	-3,3
IPC (a)	2,3	3,6	2,2	3,0	2,1	1,5	2,1
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-2,7	-1,5	-1,3	-1,7	-1,8	-1,7	-1,3
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-2,7	-4,8	-10,9				
CHINA							
PIB (a)	13,0	9,6	8,7	6,2	7,9	9,1	10,7
IPC (a)	4,8	5,9	-0,7	-0,6	-1,5	-1,3	0,7
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	11,0	9,4	5,8				
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	0,6	-0,4	-2,2				
AMÉRICA LATINA (b) (c)							
PIB (a)	5,8	4,2	-2,1	-2,8	-4,0	-2,6	1,3
IPC (a)	5,4	7,8	6,4	7,6	6,7	5,9	5,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	0,7	-0,5	-0,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,2
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,3	-0,5	-2,6				
NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UE NO UEM (b) (d)							
PIB (a)	6,0	4,1	-3,4	-3,6	-4,5	-3,7	-2,1
IPC (a)	4,4	6,5	3,6	4,2	3,8	2,5	2,0
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-8,2	-7,2	-1,6	-6,2	-4,5	-3,1	-1,6
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,9	-3,5	-6,6				
PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB (e)							
Mundial	5,2	3,0	-0,6	-2,8	-2,3	-1,1	1,4
Países desarrollados	2,8	0,5	-3,2	-4,5	-4,4	-3,5	-1,0
Países emergentes	8,3	6,1	2,4	-0,6	0,3	1,8	4,4
PRO MEMORIA: INFLACIÓN (e)							
Mundial	4,0	6,0	2,5	2,2	1,1	0,5	1,9
Países desarrollados	2,2	3,4	0,1	0,6	-0,3	-0,9	0,7
Países emergentes	6,5	9,2	5,2	4,2	2,8	2,3	3,4

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

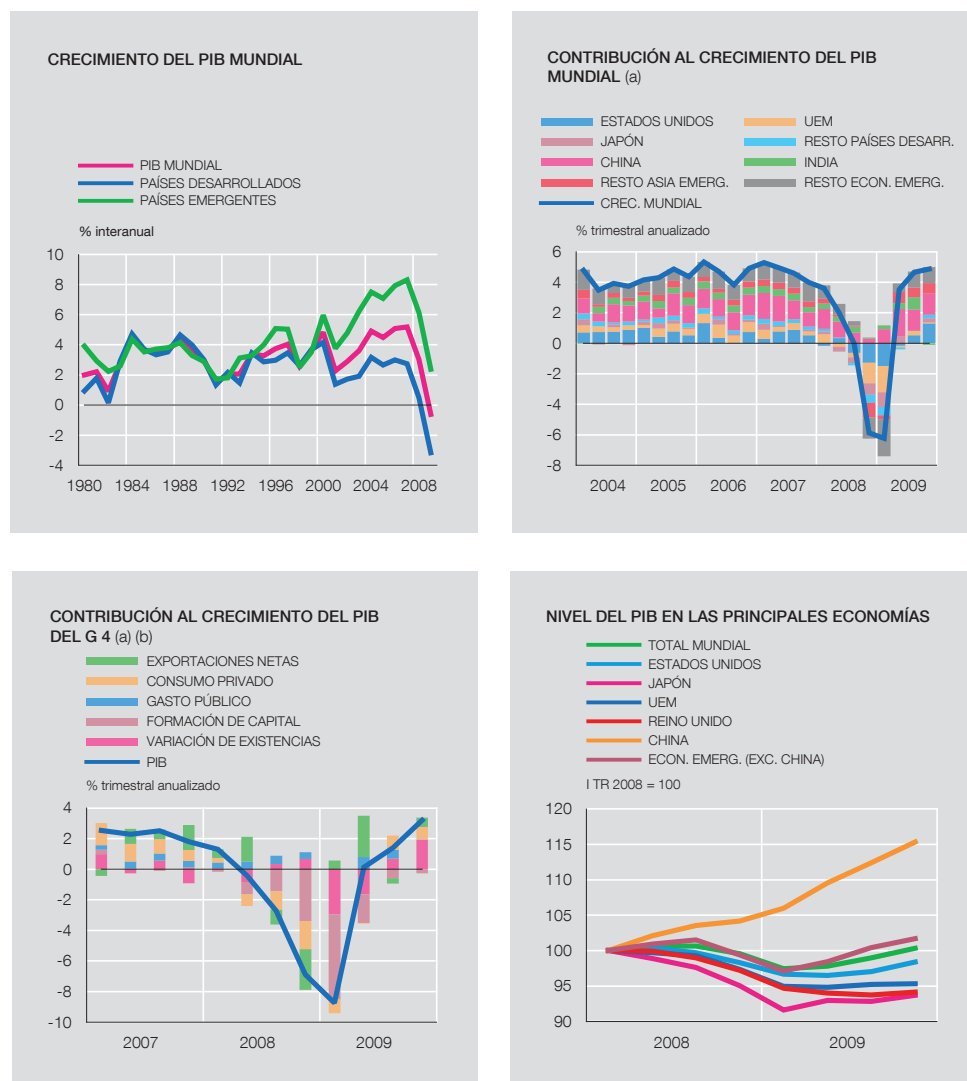
a. Tasa de variación interanual.

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

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

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

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



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

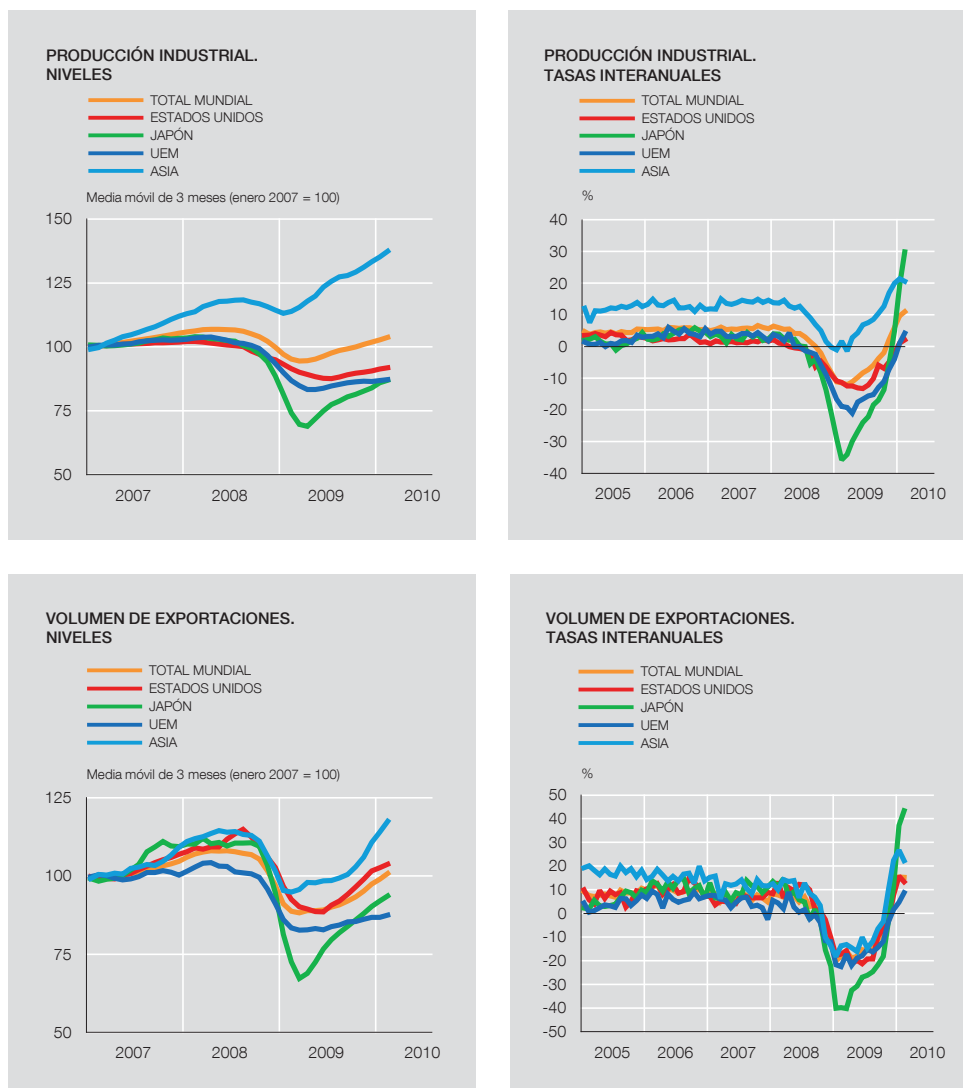
a. Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB.
 b. Agregado de Estados Unidos, UEM, Japón y Reino Unido.

La recesión vino acompañada de un desplome del comercio, de los flujos de capitales...

La crisis afectó severamente a los flujos comerciales y financieros internacionales. El comercio mundial se redujo en torno al 13%, en volumen, en el conjunto de 2009, y los flujos internacionales de capitales se desplomaron (véase gráfico 3.2), si bien ambos se recuperaron a lo largo del año, destacando el repunte del comercio a partir del segundo trimestre del año. Los desequilibrios globales se corrigieron parcialmente en el año, debido, sobre todo, al impacto de la recesión —pues la reducción de la demanda interna fue relativamente mayor en los países más deficitarios— y a la caída del precio de las materias primas.

... y de las tasas de inflación

Las tasas de inflación experimentaron un recorte drástico en 2009, propiciado por la apertura de unas brechas de producción extraordinariamente amplias y por la intensa corrección de los precios de las materias primas (energía, metales y alimentos) registrada entre mediados de 2008 y el primer trimestre de 2009, que dio lugar a un descenso del 33% en la media del año (véase gráfico 3.3). En los países avanzados la inflación fue prácticamente nula en el conjunto de 2009 (3,3 pp menos que el año anterior) y se redujo en más de 4 pp en las economías emergentes, hasta el 3,1%. Durante buena parte del año, la inflación se mantuvo en registros negativos en muchos países, experimen-

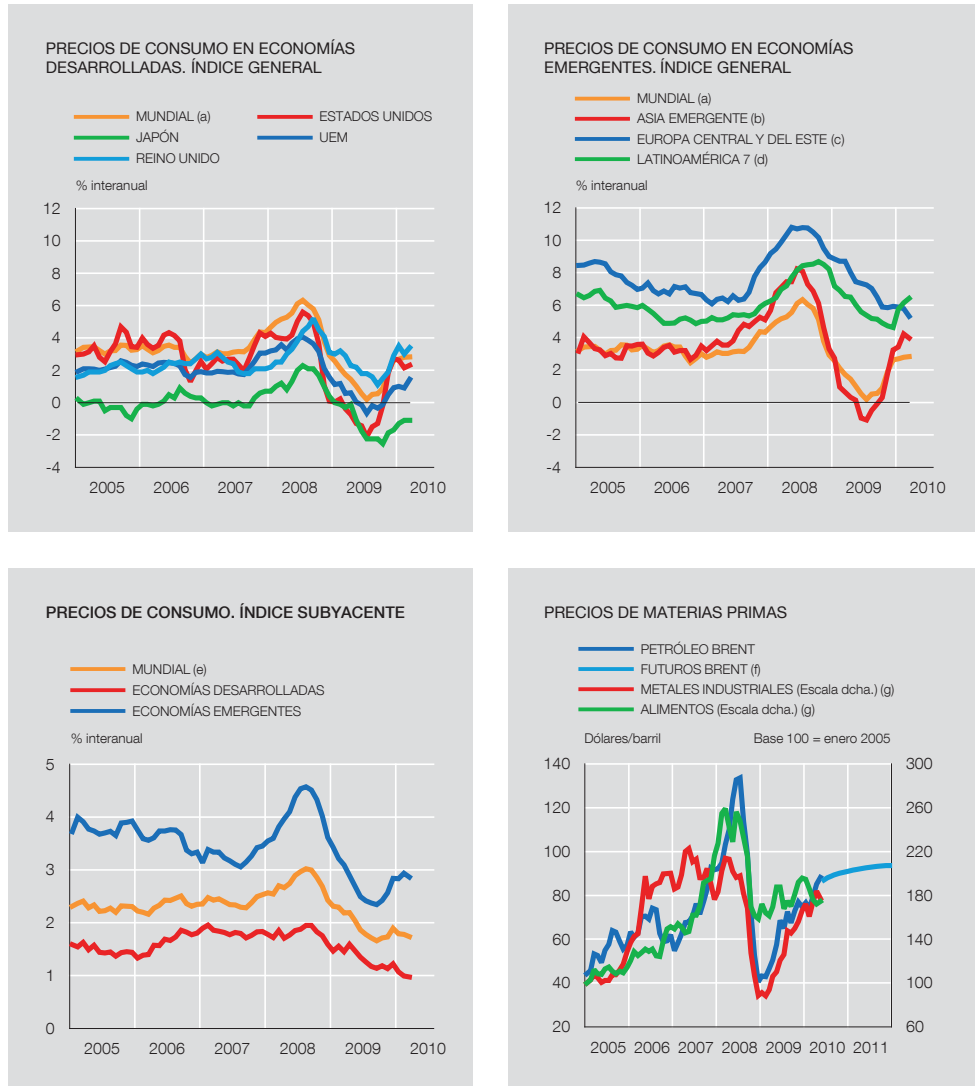


FUENTES: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Datastream y Banco de España.

tando un repunte a partir del cuarto trimestre. No obstante, las tasas de inflación subyacente se mostraron mucho más estables. Esta ausencia de presiones inflacionistas favoreció que las políticas monetarias contribuyeran a apoyar la actividad económica y financiera.

Tras tocar fondo a principios de 2009, la actividad tendió a recuperarse gradualmente, sostenida por los apoyos públicos

Las cifras para el conjunto del año 2009 ocultan la gradual mejora de la situación económica y financiera que tuvo lugar en el transcurso del año. Al inicio del ejercicio, la crisis financiera de septiembre de 2008 se estaba extendiendo aún con virulencia: la actividad se desplomaba, mientras que el sistema financiero se hallaba en una posición crítica. Sin embargo, el año concluía con una reactivación económica en marcha, en un entorno de cierta normalización financiera, y cabe señalar que, a pesar de la magnitud de la crisis, la reversión fue más rápida de lo esperado. En todo caso, aunque las economías emergentes han experimentado un fuerte rebote en la actividad, la dinámica de la recuperación en las economías desarrolladas está siendo más lenta que en episodios anteriores. En cualquier caso, la recuperación, que sigue dependiendo en gran medida de los estímulos fiscales y monetarios aún en vigor, tiene una mayor intensidad en Estados Unidos y en Japón que en la UE. Por todo ello, la retirada de las medidas de apoyo, sobre todo en el ámbito monetario y financiero, está siendo muy cautelosa y fundamentalmente pasiva, a medida que dejan de ser necesarias.



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

- a. Agregado calculado a partir de datos de 57 países que representan el 90% del PIB mundial.
- b. India, China, Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.
- c. Rusia, Ucrania, Turquía, Polonia, República Checa, Hungría, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Croacia.
- d. Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
- e. Agregado calculado a partir de datos de 45 países que representan el 83% del PIB mundial.
- f. Futuros del Brent de la semana del 27 de abril al 3 de mayo de 2010.
- g. Índices de Goldman Sachs.

No obstante, las perspectivas económicas a medio plazo siguen rodeadas de una notable incertidumbre, debido al complejo legado que deja la crisis

En los primeros meses de 2010, los indicadores económicos y financieros siguieron mejorando, aunque el intenso deterioro experimentado por las cuentas públicas a raíz de la crisis recrudesció también algunas tensiones, que se han manifestado con particular intensidad a partir de abril. Las perspectivas económicas a medio plazo son inciertas, pues las consecuencias de la crisis económica y financiera lastrarán la capacidad de crecimiento de las economías —sobre todo, de las desarrolladas— en los próximos años. En particular, existen dudas de que, una vez que los apoyos públicos terminen, la recuperación conserve suficiente dinamismo, dado el contexto de elevado desempleo, redimensionamiento del sistema financiero, ajuste todavía incompleto de los balances financieros del sector privado y elevadas necesidades de financiación del sector público. No obstante, este ajuste, que era inevitable dados los excesos pasados, puede y debe dar lugar a un crecimiento más sostenible para la economía mundial en el medio plazo.

2 Evolución económica y financiera

A lo largo de 2009, la evolución económica y financiera global ha atravesado por diferentes fases, arrancando de una situación de partida muy difícil, en los primeros meses, cuando los efectos de la crisis y la incertidumbre extrema aún mantenían paralizados los mercados financieros y la actividad. Hacia final de ese primer trimestre, las economías empezaron a tocar fondo y se inició una fase de recuperación de los mercados financieros y de cierta estabilización económica. Por último, desde el segundo semestre la mejora de la situación financiera se fue consolidando y la actividad se ha recuperado.

2.1 LA SITUACIÓN DE PARTIDA: DESPLOME DE LA ACTIVIDAD Y PARÁLISIS EN LOS MERCADOS

Al comienzo de 2009, los mercados de financiación se mantenían paralizados y la volatilidad era muy elevada...

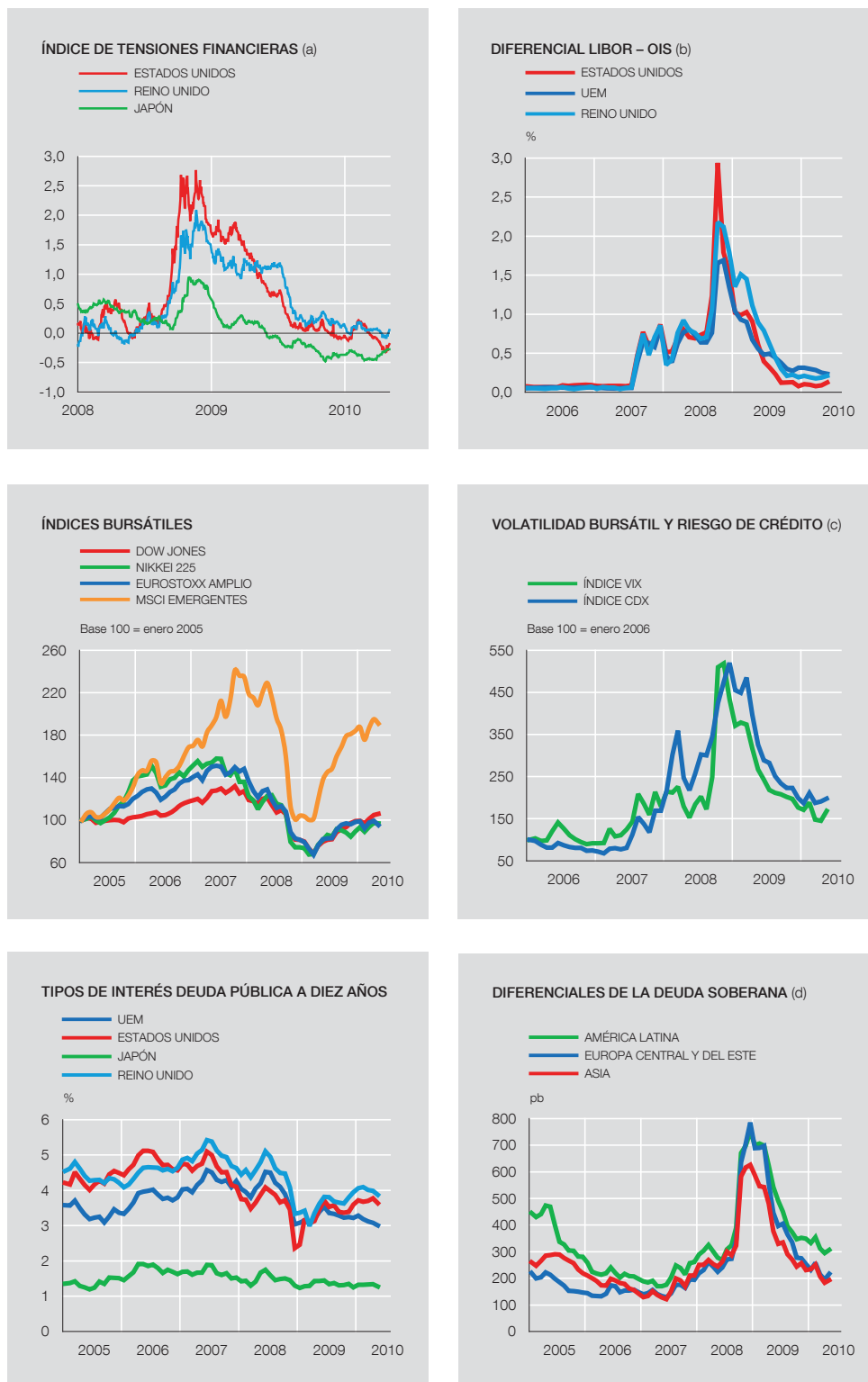
Al inicio de 2009, la materialización del riesgo de colapso sistémico no se había descartado plenamente, y la situación financiera era extremadamente frágil y dependiente de los apoyos otorgados por las autoridades. Los mercados financieros seguían paralizados por la falta de confianza y la extrema incertidumbre sobre la cuantía de las pérdidas que deberían asumir los sistemas financieros de las principales economías, mientras que la magnitud del impacto de la crisis sobre la actividad económica se hacía patente. Como se observa en el gráfico 3.4, la volatilidad se mantenía en niveles muy elevados, los mercados bursátiles caían, los diferenciales interbancarios reflejaban el mantenimiento de tensiones extremas en los mercados de financiación y el dólar seguía actuando como moneda refugio. Esta situación requirió el reforzamiento de las ya sustanciales medidas de apoyo financiero, lo que terminó favoreciendo una reactivación incipiente de las emisiones de deuda, aunque solo en segmentos específicos, como las emisiones del sector financiero con garantía pública o las de empresas no financieras con elevada calificación crediticia. Los mercados financieros emergentes, por su parte, continuaban afectados por la paralización de los flujos internacionales de capitales, aunque la situación tendía a estabilizarse, salvo en algunas economías de Europa del Este, donde la volatilidad se mantenía elevada como consecuencia de la alta dependencia de la financiación exterior de sus instituciones financieras y del elevado endeudamiento del sector privado, denominado en muchos casos en moneda extranjera.

... mientras que se intensificaba el desplome de la actividad y del comercio internacional

Paralelamente, la actividad económica inició el año inmersa en la fase de parálisis y contracción aguda de la producción, el comercio, la inversión y el empleo iniciada en el último trimestre de 2008. Se estima que la caída del producto mundial alcanzó una tasa intertrimestral anualizada superior al 6% en el primer trimestre de 2009, mayor aún que la experimentada en el cuarto trimestre de 2008, mientras que se destruía empleo a un ritmo acelerado y las tasas de paro aumentaban rápidamente, de un modo más acusado en las economías industrializadas (véase gráfico 3.5). La contracción del producto fue prácticamente generalizada y simultánea, salvo destacadas excepciones —como China e India—, que, no obstante, experimentaron una desaceleración. Esta caída brusca de la actividad se vio especialmente reflejada en los datos de producción industrial, que, a escala global, cayó un 11,7% entre mayo de 2008 y marzo de 2009, aunque en el caso de Japón se contrajo un 33,7%. En el extremo opuesto, cabe apuntar el comportamiento positivo de la producción en las dos economías asiáticas mencionadas antes. Por su parte, la caída de la actividad y la disminución de la financiación al comercio, en un contexto de creciente importancia de las cadenas de producción transnacionales, propiciaron una caída del comercio mundial del 19% en los cuatro primeros meses de la crisis, y del 13% en el conjunto de 2009 (véase gráfico 3.2). Esta contracción del comercio, la primera desde 1982, contribuyó a una reducción generalizada de los desequilibrios exteriores, apoyada también en la corrección a la baja del precio de las materias primas.

En las economías desarrolladas la demanda interna se contrajo de modo muy acusado

En las economías avanzadas se agudizó la recesión que había comenzado el año anterior. La demanda de bienes de consumo duradero y de inversión, que son especialmente sensibles al aumento de la incertidumbre, experimentaron el mayor ajuste y fueron los principales factores detrás del abrupto descenso de la demanda y de la actividad en esos tri-



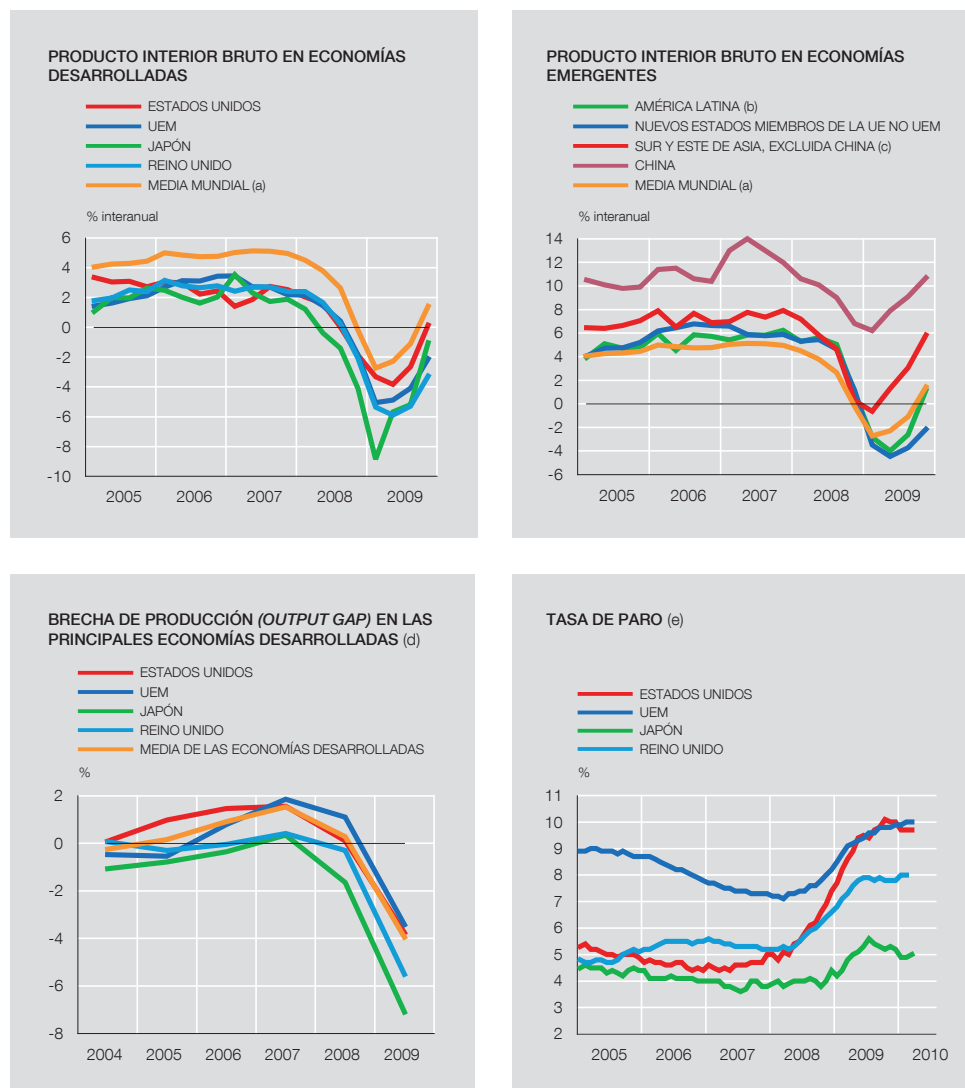
FUENTES: Datastream y Bloomberg.

a. Índice que identifica episodios de estrés financiero utilizando datos de variables relativas a los mercados de valores, sector bancario y tipos de cambio. Un aumento (disminución) del índice refleja un aumento (disminución) de la tensión en los mercados financieros y, por tanto, un efecto negativo (positivo) sobre la actividad económica.

b. Diferencial a tres meses. Estados Unidos: LIBOR – Swap OIS tipo efectivo Fed Funds; Reino Unido: LIBOR – Swap SONIA; UEM: EURIBOR – Swap EONIA.

c. Índice VIX (Volatilidad bursátil del índice Standard & Poors 500) e índice de riesgo de crédito CDX Investment Grade de Estados Unidos a cinco años.

d. EMBI + para América Latina y EMBI Global para Asia y Europa Central y del Este.



FUENTES: Datastream, Fondo Monetario Internacional (WEO) y Banco de España.

a. Elaboración propia a partir de datos de 57 países que representan el 90% del PIB mundial. Los agregados se han calculado utilizando el peso de los países en la economía mundial en el año previo, en PPC, según información del FMI.

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

c. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.

d. Estimaciones del FMI.

e. Porcentaje de la población activa.

mestres. El severo deterioro de los mercados laborales y el estrangulamiento del crédito, derivado de la situación financiera, contribuyeron al comportamiento contractivo de la demanda privada. Asimismo, las existencias iniciaron un profundo proceso de ajuste. De este modo, en el primer trimestre de 2009 la caída de la inversión y de las existencias explica casi la totalidad de la contracción de la actividad en las cuatro principales economías desarrolladas, como se observa en el gráfico 3.1. Por su parte, las economías emergentes recibieron el impacto simultáneo del colapso de la demanda externa y del freno a las entradas de capitales, a lo que se añadió, en algunas de ellas, la caída del precio de las materias primas. De hecho, las economías emergentes con una mayor apertura comercial y financiera, y más dependientes del precio de las materias primas, estuvieron entre las más afectadas. Sin embargo, cabe destacar que el impacto de la crisis en los sistemas bancarios de estas economías fue limitado, dada su escasa exposición a los activos tóxicos y también su limitada dependencia de la financiación exterior, con la excepción de Europa del Este.

La inflación continuó reduciéndose por la retracción de la demanda y por el ajuste del precio de las materias primas

Tras alcanzar un máximo en julio de 2008, la inflación entró en una senda de rápida caída, que se prolongó en el inicio de 2009, estimulada por el desplome de la actividad y por la corrección de los precios de las materias primas, que se redujeron en un 60% entre julio de 2008 y febrero de 2009 (véase gráfico 3.3). No obstante, las expectativas de inflación de largo plazo se mantuvieron estables en las economías avanzadas. En las economías emergentes, por su parte, también prosiguió la moderación de los precios, si bien con intensidad distinta entre regiones, siendo más acusada en Asia y menos en América Latina, donde, además, se había iniciado con cierto retardo.

Las respuestas de política económica fueron rápidas y contundentes al inicio de la crisis en tres frentes: política monetaria, apoyos al sector financiero y política fiscal

La urgencia por frenar la espiral contractiva en que estaba inmersa la economía mundial explica la rapidez, intensidad y coordinación de las respuestas de política económica a partir de octubre de 2008. Con esas medidas se pretendía estabilizar los mercados, salvaguardar las instituciones financieras, mitigar la caída de la demanda privada y, en definitiva, restablecer una base mínima de confianza sobre la cual fundamentar la reactivación económica.

Por el lado de la política monetaria, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas redujeron rápidamente los tipos oficiales tras el desencadenamiento de la crisis, en ocasiones de forma simultánea y coordinada. De este modo, al final del primer trimestre de 2009 la mayoría de ellas había alcanzado su límite inferior, cercano a cero (véase gráfico 3.6). Al tiempo, incrementaron fuertemente la provisión de liquidez al sistema financiero e implementaron una serie de medidas no convencionales, que incluyeron en algunos casos un apoyo directo a segmentos específicos de los mercados financieros, y que se tradujeron en una fuerte expansión de los balances de los bancos centrales, como se describe en el recuadro 3.1 para los casos de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra.

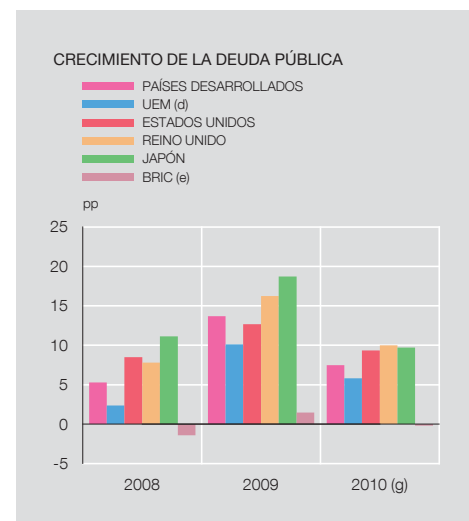
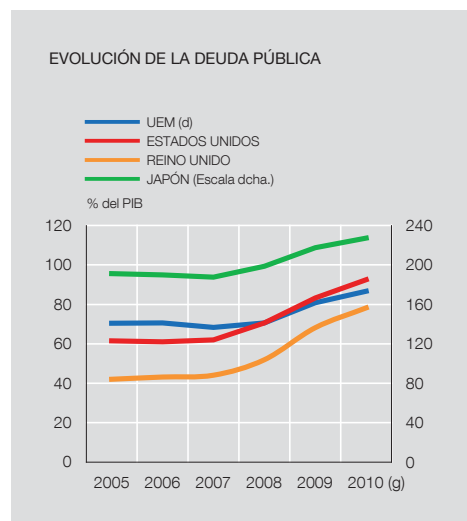
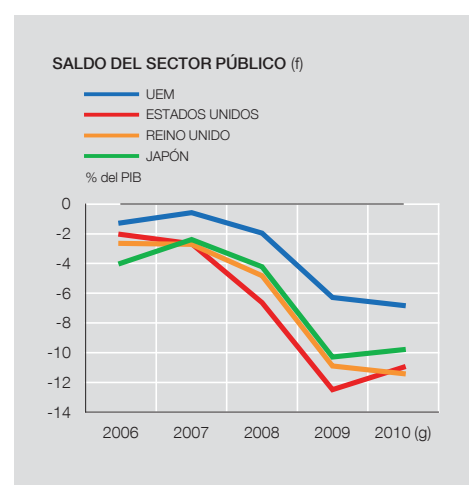
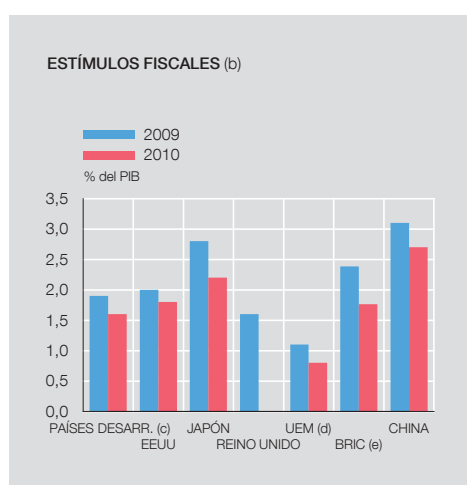
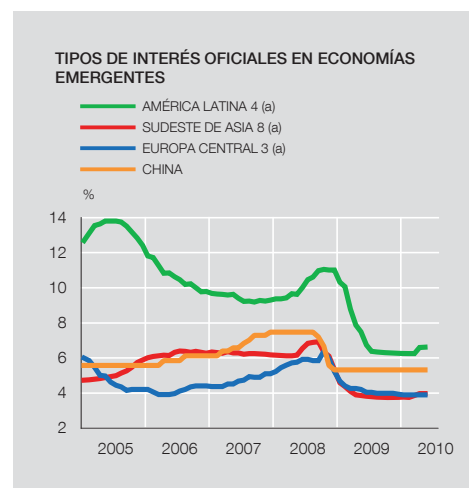
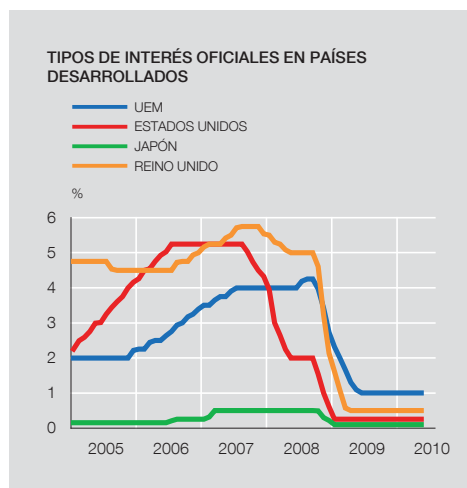
Por otro lado, el apoyo público al sector financiero se instrumentó a través de garantías a los depósitos bancarios, inyecciones de capital, establecimiento de avales sobre deuda emitida por entidades financieras, saneamiento de balances bancarios y gestión de activos dañados, y en ocasiones fue proporcionado de forma coordinada entre bancos centrales y tesoros (véase gráfico 3.7). Por último, las medidas fiscales de apoyo a la demanda interna se introdujeron a través de programas de estímulo fiscal, que supusieron casi el 2% del PIB de las economías avanzadas, aunque su cuantía fue muy diferente en los distintos países, dependiendo de su situación de partida, de la potencia de sus estabilizadores automáticos, de la percepción sobre su efectividad y de su impacto sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas.

La reacción en las economías emergentes fue, en general, de menor intensidad y con cierto retraso...

En general, las autoridades de las economías emergentes reaccionaron con menor intensidad y cierto retraso, por diversos motivos. El diferente impacto de la crisis, la cautela ante posibles dificultades de acceso a los mercados internacionales y la incertidumbre sobre su propia capacidad para llevar a cabo políticas anticíclicas condicionaron su respuesta, que finalmente fue también decidida. Predominaron, en general, las políticas orientadas a mantener la financiación en divisas (mediante líneas domésticas concedidas por los bancos centrales, los Gobiernos y los bancos públicos, y líneas multilaterales, como *swaps* con otros bancos centrales y nuevas modalidades de préstamo del FMI). Algunos países, como China o Chile, introdujeron medidas importantes de impulso monetario y fiscal, aunque por lo general el tamaño del impulso fiscal en las economías emergentes fue menor que en las desarrolladas, siendo además los estabilizadores automáticos más limitados.

... y no se produjo un aumento significativo de las medidas proteccionistas

Por último, un aspecto positivo que cabe resaltar ha sido la escasez de reacciones proteccionistas en el ámbito comercial ante la crisis, favorecida sin duda por la dimensión de cooperación internacional con que se abordó desde un primer momento. Ello ha evitado una repetición de la espiral de barreras comerciales que siguió a la Gran Depresión, y que imposibilitó entonces una recuperación del comercio cuando se recuperó la producción.



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

- a. Áreas analizadas: Sudeste de Asia 8 (India, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central 3 (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina 4 (Brasil, México, Chile y Colombia).
- b. Estimaciones para 2009 y previsiones para 2010 del FMI.
- c. Economías desarrolladas del G 20.
- d. El área del euro incluye a los cuatro países grandes: Alemania, Francia, Italia y España.
- e. Agregado ponderado de Brasil, Rusia, India y China.
- f. Porcentaje del PIB. Superávit (+) o déficit (-).
- g. Previsiones del FMI.

Los bancos centrales han sido uno de los actores principales, en muchos casos en estrecha coordinación con los Tesoros, en el apoyo al sistema financiero y a la demanda en los últimos dos años. Durante la crisis, la actuación tradicional de los bancos centrales a través del manejo de los tipos de interés, con el objetivo central de mantener la estabilidad de precios, se complementó con actuaciones no convencionales, que se orientaban a la estabilidad financiera y que destacaron por su intensidad y profundidad. Este recuadro se centra en la respuesta de la Reserva Federal (Fed) y del Banco de Inglaterra (BoE), los dos bancos centrales de los países desarrollados que implementaron una mayor diversidad de medidas no convencionales —junto con el Banco de Japón— (véase cuadro adjunto) y que, como consecuencia de ellas, generaron un mayor incremento de su balance para contrarrestar los efectos de la crisis.

A medida que la crisis se intensificó a finales de 2008, se produjo una reacción sin precedentes de los bancos centrales, en términos de rapidez, intensidad y amplitud de las medidas. Estas incluyeron inicialmente una reducción de los tipos de interés —especialmente rápida y agresiva en Estados Unidos y, posteriormente, en Reino Unido— hasta niveles cercanos a cero y una amplia provisión de liquidez a las instituciones financieras¹ a menor coste y plazos más largos de lo ha-

bitual. El BoE tuvo que adaptar sus operaciones de política monetaria para ampliar el tipo de colateral aceptado en las operaciones de provisión de liquidez y, en el caso de la Fed, también el número de contrapartidas. Dicha reacción contrasta con la de las autoridades monetarias de otras áreas, como el Banco Central Europeo, cuyo diseño operativo le permitió responder a las exigencias de provisión de liquidez sin necesidad de cambios profundos en su marco de actuación.

El deterioro de los mercados financieros después de septiembre de 2008 requirió el apoyo a segmentos específicos para recuperar la confianza, aumentar su liquidez y reducir los tipos de interés. Como consecuencia de la importancia de los mercados de capitales en Estados Unidos, la Fed fue especialmente activa en este tipo de acciones, que incluyeron la financiación de compras de activos específicos (principalmente, pagarés comerciales y determinadas titulizaciones) o la compra en firme de otros activos, como titulizaciones y deuda de las agencias hipotecarias con apoyo público (hasta representar el 8,8% del PIB), con el objetivo de moderar los tipos de interés hipotecarios. El BoE también realizó compras directas de algunos activos financieros privados, pero en una magnitud muy poco significativa. A partir del primer trimestre de 2009, ambos bancos centrales iniciaron compras en firme de bonos del Tesoro en el mercado secundario —algo que ya hacía desde hace largo tiempo el Banco de Japón— para reducir los costes de financiación a largo plazo en general y aliviar las tensiones en los mercados de crédito

1. Asimismo, se estableció una serie de *swaps* de divisas entre bancos centrales, especialmente frente a la Reserva Federal, para asegurar la provisión internacional de liquidez en moneda extranjera.

	Reserva Federal	Banco de Inglaterra	Banco Central Europeo	Banco de Japón	Banco de Canadá	Banco de Suecia	Banco Nacional de Suiza
Reducción de tipos de interés oficiales a niveles históricamente bajos							
Aumento de la provisión de liquidez a instituciones financieras							
Swaps internacionales de divisas							
Intervención directa en segmentos específicos de los mercados financieros							
Pagarés comerciales	Financiación para compra o compra en firme (a)	Compras en firme		Compras en firme			
Deuda corporativa		Compras en firme	Compras en firme	Compras en firme			Compras en firme
Activos titulizados	Financiación para compra						
Bonos garantizados (cédulas hipotecarias, entre otros)			Compras en firme				
Acciones en poder de los bancos				Compras en firme			
Titulización hipotecaria (MBS) y deuda de agencias (GSE)	Compras en firme						
Compras de bonos del Tesoro	Compras en firme	Compras en firme	Compras en firme	Aumento del ritmo de compras			
Apoyo a instituciones específicas	Bear Stearns, AIG	Northern Rock, RBoS, HBOS				Kaupthing Bank, Carnegie Investment Bank	UBS

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

a. Compra en firme a través de un *Special Purpose Vehicle*.

en horizontes largos. En el caso de la Fed, las compras ascendieron a un total de 300 mm de dólares (2,1% del PIB), y en el del BoE, a 200 mm de libras (13,7% del PIB). Aunque el efecto de estas compras sobre los tipos de interés es difícil de calcular con precisión, la presión a la baja habría sido especialmente relevante en Reino Unido, donde las adquisiciones del BoE fueron, en 2009, incluso superiores a la emisión neta de deuda pública del Tesoro en el mercado primario. En mayo de 2010, ante las tensiones financieras derivadas de los problemas fiscales en el área del euro, el BCE decidió intervenir en los mercados de deuda pública y privada, con el objetivo de asegurar su buen funcionamiento como mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por último, como se puede apreciar en el cuadro adjunto, ambos bancos centrales —al igual que el sueco y el suizo— apoyaron directamente a algunas instituciones específicas, como en el caso de Bear Stearns y AIG en Estados Unidos y Northern Rock en Reino Unido.

Todas estas acciones se reflejaron, especialmente a partir del cuarto trimestre de 2008, en un incremento de los balances de los bancos centrales y en una alteración sustancial de su composición tradicional, especialmente en el caso de la Fed, que ha incorporado activos de mayor riesgo (gráfico 1). En particular, desde el inicio de la crisis y hasta marzo de 2010, el balance de la Reserva Federal pasó del 6% al 16% del PIB, mientras que el del BoE se incrementó del 7% al 17% del PIB. Con todo, los cuantiosos incrementos de las bases monetarias resultantes de estas operaciones no se han traducido en aumentos de otros agregados monetarios y crediticios más amplios, debido a la drástica caída de los multiplicadores monetarios después de la crisis.

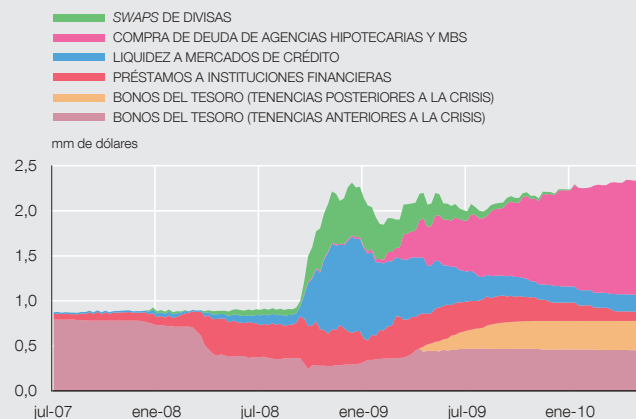
A medida que se ha avanzado en la normalización de los mercados financieros —gracias a las medidas implementadas— y han disminuido las tensiones de liquidez, el uso de las facilidades de liquidez y financiación —con un coste mayor que el acceso al mercado en condiciones normales— se ha reducido. De hecho, muchas de estas facilidades han expirado en Estados Unidos a finales de 2009 e inicios de 2010, según lo programado, con escasa repercusión en los

mercados. Asimismo, la compra en firme de activos del sector privado (especialmente importante en el caso de la Fed, que llegó a adquirir pagarés comerciales por un importe equivalente al 2,5% del PIB) se ha revertido casi por completo y esta facilidad también ha expirado según lo programado.

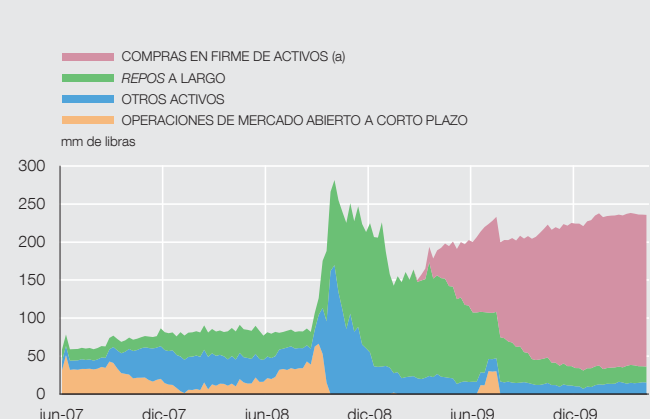
Sin embargo, las compras en firme de activos públicos (incluyendo la deuda y titulizaciones de las principales agencias de titulización hipotecaria, en Estados Unidos) mantienen el tamaño de los balances de la Fed y del BoE (gráficos 1 y 2) en niveles muy elevados. Precisamente, las perspectivas sobre el futuro de estos programas después de que se detuvieran las compras a finales del primer trimestre de 2010 marcaron la principal diferencia entre ambas instituciones: mientras que la comunicación de la Fed ha apuntado a un cese definitivo de las compras de estos activos, el BoE ha dejado abierta la posibilidad de que se reanuden dependiendo de la situación de su economía. En cualquier caso, estas elevadas tenencias de activos comprados en firme pueden generar las mayores dificultades y riesgos para el manejo futuro de la política monetaria, por el impacto que pueda tener su venta sobre los tipos de interés a largo plazo. Esta es una importante característica diferencial respecto al Banco Central Europeo, donde la compra de activos en firme (bonos garantizados) ha desempeñado un papel muy reducido.

Es probable que algunos de los cambios operacionales implementados durante la crisis —por ejemplo, la expansión del tipo de colateral de alta calidad utilizable y del número de contrapartidas— se mantengan, en la medida en que se ha demostrado la conveniencia de disponer de una instrumentación flexible para la provisión de liquidez en situaciones de tensión en los mercados, o incluso en circunstancias normales. Por otro lado, a medida que la situación económica y financiera se normalice, la política monetaria también tenderá a hacerlo y a reconducir su foco central hacia la estabilidad de precios. En todo caso, revertir el fuerte incremento de los balances del banco central conllevará un período de tiempo prolongado y ha requerido, en Estados Unidos en particular, el establecimiento de una batería de instrumentos adicionales para facilitar la estrategia de salida.

1 RESERVA FEDERAL

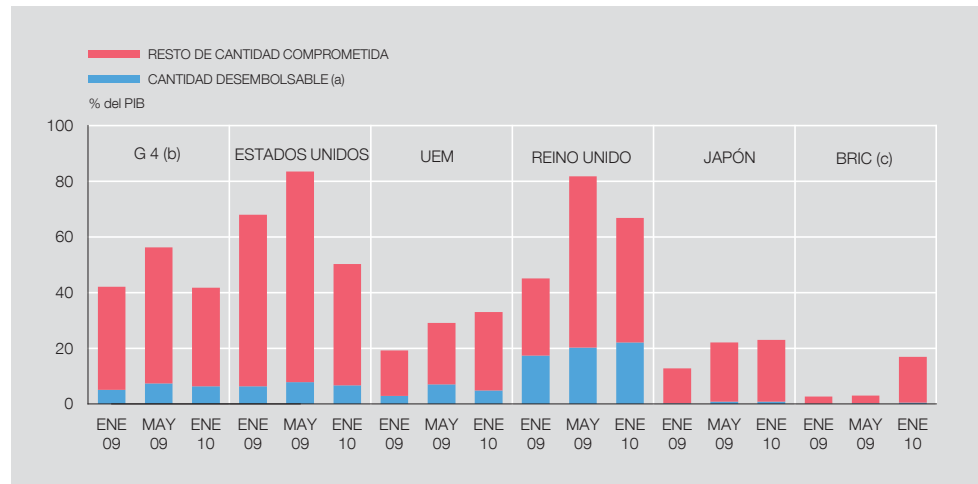


2 BANCO DE INGLATERRA



FUENTES: Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

a. Compras en el marco de la *Asset Purchase Facility* (APF), principalmente de bonos del Tesoro.



FUENTES: Eurostat, estadísticas nacionales y Banco de España.

- a. Apoyos que tienen un coste fiscal efectivo cuando son utilizados.
- b. Agregado de Estados Unidos, UEM, Japón y Reino Unido.
- c. Agregado de Brasil, Rusia, India y China.

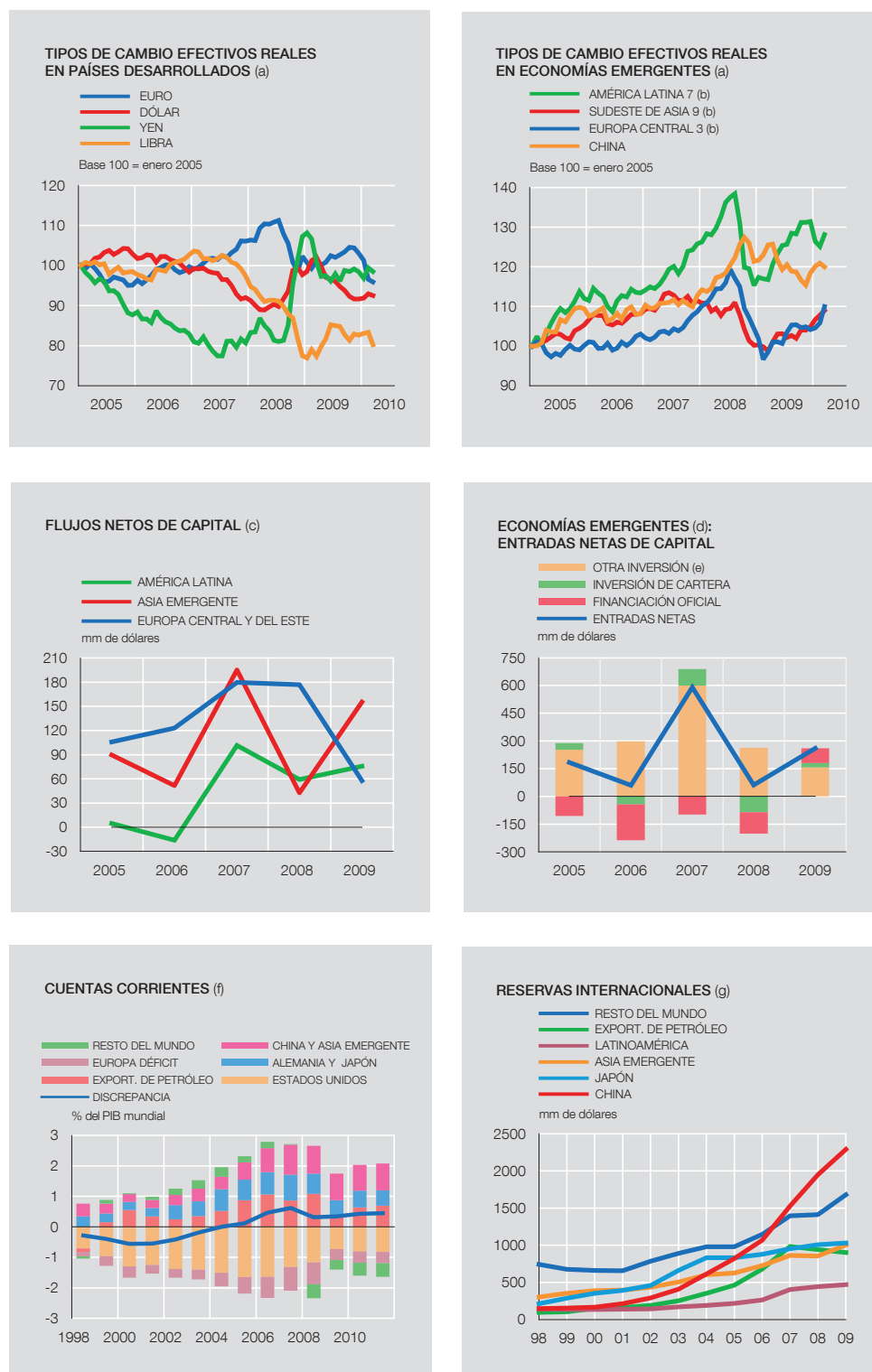
2.2 RECUPERACIÓN DE LOS MERCADOS Y ESTABILIZACIÓN DE LA ACTIVIDAD

La contundencia de las acciones de política económica fue clave en el restablecimiento de la confianza y en la estabilización de los mercados financieros...

... que se reflejó en una mejora generalizada de los indicadores financieros a partir de marzo de 2009

La contundencia de las acciones de apoyo al sistema financiero, que experimentaron un reforzamiento en la segunda mitad de marzo, favoreció el paulatino restablecimiento de la confianza de los agentes y la estabilización de los mercados financieros a partir de entonces. Esta mejoría se vio reforzada en abril por la publicación de unos beneficios para el primer trimestre del año mayores de lo esperado por parte de algunas de las principales entidades financieras y por el mantenimiento de los esfuerzos de coordinación internacional. La publicación en mayo de los resultados de las pruebas de esfuerzo (*stress test*) aplicadas a las entidades bancarias estadounidenses de mayor tamaño confirmó la capacidad de una mayoría de entidades para resistir en un escenario negativo, aunque en algunos casos ello requería un aumento de los colchones de capital existentes. Estos elementos contribuyeron a mejorar la percepción de los mercados sobre el sector y sus perspectivas.

En los mercados comenzó a arraigar la percepción de que lo peor quedaba atrás y comenzaron a observarse indicios de cierto repunte en el apetito por el riesgo. Este cambio de sentimiento se reflejó en una reducción de la volatilidad, un estrechamiento de los diferenciales de crédito y una recuperación de las cotizaciones bursátiles a partir de marzo. En este contexto, la elevada demanda de activos considerados como refugio en momentos de elevada incertidumbre (principalmente, bonos del Tesoro de Estados Unidos) revirtió, lo que favoreció la depreciación del dólar y del yen y el repunte en la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos. En consecuencia, y en el contexto de una política monetaria todavía muy acomodaticia, la pendiente de las curvas de rendimientos por plazos se amplió hasta niveles históricamente elevados. Esta evolución favoreció la normalización gradual —y lenta— de algunos mercados de financiación mayorista, que en el contexto de la crisis habían sido duramente castigados, reforzando el proceso de recuperación de la confianza en partes del sistema financiero. Un punto de inflexión similar se observó también en los índices bursátiles y en los diferenciales soberanos de las economías emergentes. Los tipos de cambio reales de las principales monedas de América Latina, sudeste asiático y de Europa Central pasaron a apreciarse en términos reales, mientras que la divisa china registraba, por el contrario, una notable depreciación real, debido a su fijación cambiaria con el dólar (véase gráfico 3.8).



FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional.

- a. Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
- b. Áreas analizadas: Sudeste de Asia 9 (India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central 3 (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina 7 (Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú).
- c. Agregados de países según la definición del FMI (WEO).
- d. África, América Latina y Caribe, Europa Central y del Este, Confederación de Estados Independientes, Oriente Medio y Asia Emergente.
- e. Incluye IDE y préstamos bancarios.
- f. Previsiones del WEO para 2010 y 2011.
- g. 2009: dato del tercer trimestre de 2009.

En el segundo trimestre de 2009 la economía mundial volvió a crecer, debido fundamentalmente a la aportación de Asia, y en particular de China...

En el ámbito de la actividad, el punto de inflexión se produjo en torno al final del primer trimestre. En el segundo trimestre del año las economías desarrolladas presentaron todavía tasas de crecimiento intertrimestrales negativas, pero muy cercanas a cero (algunas, como Japón, registraron incluso tasas ligeramente positivas). La estabilización de la actividad económica en este grupo de economías se basó en una fuerte aportación positiva de la demanda externa —especialmente, en Japón—, que compensó la aportación aún negativa de las existencias y la inversión —si bien mucho más moderada que en el primer trimestre de 2009—. Al mismo tiempo, los elevados estímulos monetarios y fiscales empezaron a reflejarse en una cierta recuperación del consumo y en una expansión del gasto público.

... de modo que se alejó la posibilidad de un colapso sistémico y se sentaron las bases para la reactivación

En la medida en que muchas economías emergentes registraron ya tasas de crecimiento positivas en ese segundo trimestre, la economía mundial creció un 3,6% trimestral anualizado en ese período. Tres puntos porcentuales de ese crecimiento vinieron explicados por las economías asiáticas, y en especial por China (que contribuyó 1,9 pp, tras crecer casi un 15% en tasa trimestral anualizada en ese período), sobre la base de un fuerte estímulo fiscal y un intenso incremento del crédito, dirigido especialmente a financiar la construcción de infraestructuras.

El cambio en la evolución de la actividad se reflejó en una inflexión favorable de las perspectivas de crecimiento globales, que en trimestres anteriores habían llegado a dibujar como escenario central una depresión global y prolongada. Así, a partir del segundo trimestre, las previsiones de crecimiento para 2010 tendieron a mejorar, incluidas las de la mayoría de las economías emergentes —Asia y América Latina, principalmente—, cuya capacidad de resistencia frente a la crisis quedaba puesta de manifiesto. En definitiva, la decidida respuesta de política económica permitió frenar la interacción negativa entre la situación financiera y la actividad, y restablecer paulatinamente una base de confianza, a partir de la cual se pudo activar una espiral positiva que fue reforzándose progresivamente a lo largo de 2009.

2.3 CONSOLIDACIÓN EN LOS MERCADOS Y RECUPERACIÓN DE LA ACTIVIDAD

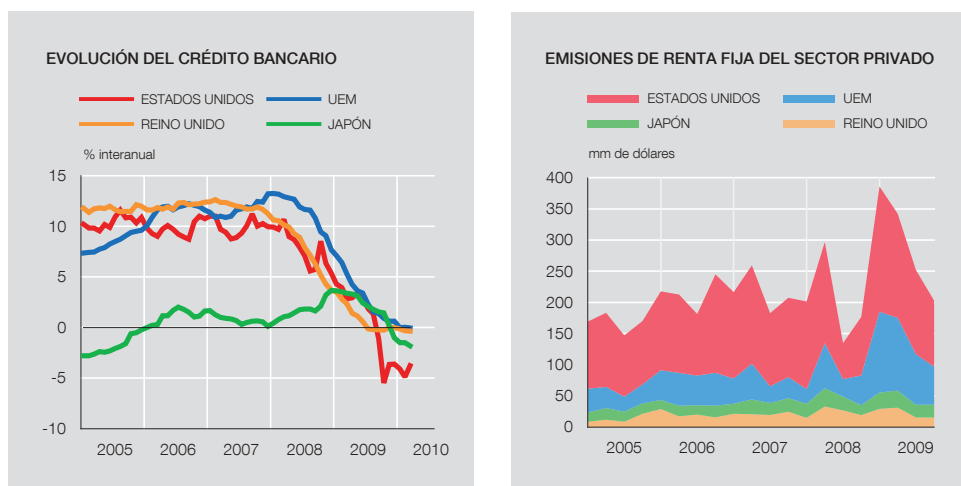
En la segunda mitad de 2009 los mercados financieros consolidaron su recuperación

En la segunda parte del año los mercados financieros consolidaron la recuperación iniciada en los meses anteriores, de modo que algunos indicadores, como los diferenciales de crédito en los mercados interbancarios o los diferenciales soberanos de numerosas economías emergentes, revirtieron hacia los niveles previos a la quiebra de Lehman Brothers, y otros, como las cotizaciones bursátiles o los índices de volatilidad, registraron una sustancial mejoría, aunque sin recuperar los registros previos. Esta mejoría hizo posible que se consolidaran los indicios de recuperación de algunos mercados de financiación que comenzaban a vislumbrarse en el segundo trimestre del año y que, por ejemplo, las entidades financieras reanudaran las emisiones de deuda sin recurrir a las garantías públicas —en un contexto de elevada liquidez—, o que a partir de mayo algunos bancos comenzaran a devolver las participaciones de capital público y las sustituyeran por capital privado. Sin embargo, la reactivación no fue general. En particular, los mercados de titulización continuaron manteniendo una actividad muy reducida o nula, en el caso de los productos más complejos.

Esta fase de recuperación se ha prolongado de modo prácticamente sostenido en el primer trimestre de 2010. No obstante, a partir de finales de 2009 los episodios de inestabilidad asociados a las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países comenzaron a sucederse, lo que se materializó en un repunte de la volatilidad y de la incertidumbre, que se agudizó desde finales de abril.

La situación del sector bancario fue mejorando a lo largo del año, pero el crédito siguió desacelerándose

A lo largo de 2009, la situación del sector bancario fue mejorando, lo que se reflejó en la publicación de beneficios mayores de lo esperado también en la última parte del año, producto de la negociación y tenencia de instrumentos financieros en los mercados de capitales, en especial los de renta fija pública, dada la elevada pendiente de la curva de rendimientos. Sin



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

embargo, la actividad de intermediación crediticia siguió mostrando signos de debilidad y el crédito mantuvo una senda de desaceleración gradual, hasta llegar a contraerse en términos interanuales a finales de 2009 e inicios de 2010 en las principales economías industrializadas, como se recoge en el gráfico 3.9. Si bien parte de esta contracción refleja un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito, la debilidad de la actividad económica también redujo la demanda de financiación. Asimismo, esta debilidad siguió afectando al negocio tradicional del sector bancario, y la morosidad continuó aumentando en diversos segmentos, como el de hipotecas no residenciales en Estados Unidos (*commercial real estate*). Así, las entidades financieras de menor tamaño y más dependientes del negocio minorista siguieron presentando una elevada vulnerabilidad, que se reflejó en un creciente número de entidades intervenidas. Las dificultades de la financiación crediticia se reflejaron en un repunte en las emisiones de renta fija del sector privado no financiero, que en la medida de lo posible tendió a sustituir la financiación bancaria por el recurso a los mercados de capitales.

La recuperación de la actividad se consolidó a partir del tercer trimestre y se generalizó, aunque sin alcanzar el dinamismo previo a la crisis

En la segunda mitad de 2009 la actividad económica global repuntó y la recuperación se extendió a un número cada vez mayor de economías, incluidas las desarrolladas. El PIB mundial alcanzó tasas de avance superiores al 4,5% trimestral anualizado en el tercer y cuarto trimestres de 2009, terminando el año en tasas positivas de crecimiento interanual, en torno al 1,5% (véase gráfico 3.5), aunque los niveles de producto aún no alcanzaban los previos a la crisis. Por su parte, los flujos comerciales se reactivaron notablemente —ayudados por la recuperación de la actividad y cierta remisión de los problemas de financiación al comercio—, aunque a inicios de 2010 aún se mantenían un 8% por debajo de los niveles alcanzados al comienzo de 2008.

Las economías emergentes lideraron la recuperación, que siguió siendo muy dependiente de los estímulos de política, especialmente en las economías desarrolladas

La recuperación de la actividad fue liderada por las economías emergentes, en particular China, India y Brasil, impulsadas por la rápida recuperación de su demanda interna, y favorecidas por el menor deterioro de su mercado laboral y de su sistema financiero. La reactivación del comercio y, en particular, el incremento de los precios de las materias primas (especialmente intensa en el caso de los metales industriales) en la segunda mitad de 2009 también apoyaron la recuperación en partes de América Latina y en los países exportadores de petróleo. Así, las economías emergentes continuaron creciendo a un ritmo promedio en torno al 7,5% trimestral anualizado en la segunda parte de 2009, cerrando el ejercicio con una tasa interanual cercana al 4,5% en el cuarto trimestre y aportando

alrededor de cuatro quintas partes al crecimiento mundial en la segunda mitad del año. Por su parte, la recuperación de las economías desarrolladas siguió estando fuertemente apoyada en las extraordinarias medidas de soporte de la demanda interna —especialmente, a través de los estímulos fiscales— y en la reversión del ciclo de existencias, al tiempo que se producía una cierta estabilización de la inversión. No obstante, el crecimiento de este grupo de países fue aún bastante débil en el tercer trimestre (1,4% trimestral anualizado) y solo recuperó un mayor vigor en el último trimestre, con un crecimiento intertrimestral por encima del 3%, arrastrado por Estados Unidos. A pesar de ello, al finalizar el año el PIB en las economías desarrolladas se situaba todavía un 1% por debajo de su nivel de un año antes.

El ritmo de salida de la recesión fue diferente entre economías desarrolladas y emergentes, y también dentro de estos dos grandes grupos

Por tanto, una de las características de la recuperación de 2009, que se ha ido reforzando, es el diferente ritmo de salida de la recesión de las economías desarrolladas y emergentes —en contraposición con la sincronización de la caída de finales de 2008—. Pero estas diferencias no solamente se observan entre estos grupos de países, sino dentro de cada uno de ellos. Entre las economías desarrolladas la recuperación fue más vigorosa en Estados Unidos —que creció 5,6% trimestral anualizado en el cuarto trimestre—, donde el fuerte impulso al consumo derivado de las medidas de apoyo a la demanda se sumó a la mencionada reversión del ciclo de existencias, a partir del tercer trimestre. Por su parte, la demanda externa fue determinante en la recuperación —más moderada— de Japón y de la zona del euro.

Entre las regiones emergentes, la recuperación fue liderada —ya en el segundo trimestre de 2009— por los países asiáticos, en parte por el dinamismo de sus demandas internas y en parte por la recuperación del comercio. Economías como China, India o Indonesia, que solo experimentaron una desaceleración durante la crisis, sin llegar a contraerse, retornaron a tasas de crecimiento similares al promedio de la década y, en algunos casos, próximas a las de los años inmediatamente anteriores a la crisis. En contraposición, los efectos de la crisis fueron mayores en las economías emergentes con sistemas financieros más dependientes de la financiación exterior y que habían experimentado un fuerte crecimiento del crédito, como la mayoría de los países de Europa del Este. Por su parte, en América Latina, en contraste con su historia reciente, la crisis financiera global no ha deparado crisis financieras internas. A este comportamiento relativamente favorable ha contribuido la reducción de sus vulnerabilidades —debido, en particular, a la mayor solidez de sus sistemas financieros y a la mejora de las cuentas externas— en los años previos a la crisis, favorecida por la mayor estabilidad macroeconómica y por el incremento de sus términos de intercambio, consecuencia de los elevados precios de las materias primas.

El dinamismo de la recuperación se vio limitado por una serie de factores...

Como se ha señalado, en las economías desarrolladas la recuperación de la segunda mitad de 2009 no compensó plenamente la caída de la actividad durante la crisis, de forma que en el primer trimestre de 2010 no se habían recuperado aún los niveles previos de producto. El ritmo de salida de la recesión fue más lento que en recuperaciones pasadas, lastrado por la necesidad de desapalancamiento de los agentes privados, la fuerte reducción de la riqueza de los hogares y el endurecimiento de las condiciones de crédito, asociado a los ajustes en el sector financiero, todo lo cual derivó en una gran debilidad del mercado laboral. Algunos de los efectos negativos de la caída de la actividad sobre el sector bancario —por ejemplo, el aumento de la morosidad— tienen una fuerte inercia, mientras que los ajustes en curso en el sector bancario y su mayor cautela se han traducido en el mantenimiento de estándares de crédito restrictivos y dificultades de acceso en algunos segmentos de demanda. Además, el carácter sincronizado de la recesión global hizo muy difícil recurrir a las exportaciones como impulsor de la recuperación en los distintos países. De este modo, las amplias brechas de producción abiertas en la crisis apenas se han cerrado, aun teniendo en cuenta la reducción del producto potencial en la mayor parte de los países (véase gráfico 3.5).

... y continuó la destrucción de empleo en el segundo semestre de 2009

Cabe destacar la situación del mercado laboral, donde la destrucción de empleo continuó en la mayor parte de las economías durante la segunda mitad del año, aunque a ritmos cada vez menores, a pesar de la recuperación de la actividad. Los datos más recientes sugieren una cierta estabilización en la evolución del empleo y en las tasas de paro en las principales economías desarrolladas. No obstante, también en la evolución del mercado laboral se advierte cierta heterogeneidad en la respuesta a la crisis: mientras que en Estados Unidos el desempleo aumentó mucho más que en recesiones anteriores —5 pp entre el comienzo de 2008 y el final de 2009, hasta alcanzar el 10%—, en Japón y en la zona del euro su incremento se mantuvo dentro de los parámetros habituales. Además, en Estados Unidos la fase de destrucción de empleo y fuerte aumento de la productividad —del 5,1% interanual en el cuarto trimestre de 2009— ha sido más prolongada que en crisis anteriores. Por su parte, los países emergentes volvieron a crear empleo en la segunda mitad del año, salvo en algunas economías de Europa del Este, donde se concentran los principales problemas del mercado laboral.

La inflación general repuntó con el precio de las materias primas, pero las expectativas de inflación se mantuvieron estables

Las tasas de inflación interanuales, que incluso presentaron registros negativos durante buena parte del año en numerosas economías desarrolladas, repuntaron intensamente desde mediados de año. Un elemento clave en esta evolución fueron las fuertes oscilaciones del precio de los productos energéticos, que, al repuntar acusadamente tras su fuerte caída en la parte final de 2008, generaron un efecto base muy acusado desde entonces y hasta el primer trimestre de este año. Como se puede apreciar en el gráfico 3.3, la inflación mundial alcanzó un mínimo ligeramente por encima de 0% en julio de 2009, y cerró el ejercicio por encima del 2%, aunque, una vez corregido el efecto base que se acaba de señalar, se prevé poco recorrido adicional al alza. De hecho, la inflación subyacente ha permanecido relativamente estable desde mediados de 2009 y las expectativas de inflación, tanto las que se desprenden de encuestas como las implícitas en las variables financieras, permanecen ancladas en los objetivos de inflación, dadas la infrautilización de la capacidad productiva y la debilidad del mercado laboral. Japón marca un contrapunto a la evolución general reciente de la inflación, pues las tasas interanuales siguieron reduciéndose hasta octubre y permanecen en terreno negativo, sin que quepa esperar un cambio de signo durante 2010. En el otro extremo, cabe mencionar el caso del Reino Unido, donde la inflación permanece en tasas más elevadas que en el resto de economías desarrolladas, si bien el mayor repunte se atribuye al efecto del incremento del IVA en 2,5 pp en enero.

Por lo que respecta a las economías emergentes, las presiones inflacionistas están siendo mayores, dados el mayor dinamismo de sus demandas internas y el anclaje menos sólido de sus expectativas. Aunque hay notables diferencias entre ellas, la inflación en Asia —especialmente, en la India— ha aumentado más rápidamente que en otras regiones emergentes.

En 2009 los desequilibrios globales se corrigieron parcialmente y los flujos de capitales retornaron a las economías emergentes

La suma de los saldos por cuenta corriente en términos absolutos pasó del 4,8% del PIB mundial en 2007 al 3,1% en 2009 (véase gráfico 3.8). Estados Unidos redujo el déficit de su balanza por cuenta corriente del 4,9% al 2,9% de su PIB (del 1,2% al 0,7% del PIB mundial) entre finales de 2008 y el cuarto trimestre de 2009, mientras que en los países exportadores de petróleo el superávit se ha reducido en un 70%, hasta representar solo el 0,3% del PIB mundial. Esta cierta corrección de los desequilibrios globales vino explicada por la evolución relativa de las demandas internas, con una mayor contracción en los países desarrollados, y por el descenso medio del precio de las materias primas en 2009. Sin embargo, los factores que explican este ajuste sugieren que parte del mismo sería de naturaleza coyuntural. En los últimos trimestres de 2009 se produjo también una recuperación de los flujos globales de capitales que, propició, en particular, el retorno de las entradas hacia los países emergentes, debido a una mejora en las perspectivas de crecimiento, a un aumento

en el apetito por el riesgo y a la persistencia de amplios diferenciales de tipos de interés respecto a las economías desarrolladas. Estas entradas de capitales, que apuntan a que el retraimiento de los inversores hacia estas regiones durante la crisis fue transitorio, podrían provocar la reaparición de desequilibrios económicos y financieros internos, lo que ha llevado a algunos países —como Brasil, Perú o Taiwán— a introducir medidas restrictivas a la entrada de capitales, y a otros muchos, a reactivar los procesos de acumulación de reservas internacionales, para moderar la apreciación de sus monedas y como medida de autoaseguramiento frente a posibles reversiones bruscas de capitales. Por el contrario, en otras regiones, como Europa del Este, la recuperación de las entradas de capitales privados constituye un factor de alivio en el corto plazo, debido a sus cuantiosas necesidades de financiación.

Comenzaron a retirarse las medidas de apoyo financiero y se preparó el camino para la retirada del estímulo monetario...

A medida que la situación se fue estabilizando tras la crisis, la mayor parte de los Tesoros y bancos centrales comenzaron a retirar las medidas de apoyo financiero, tanto en las economías desarrolladas como de las emergentes, de forma que el monto del apoyo comprometido se ha ido reduciendo, aunque sigue siendo elevado (véase gráfico 3.7). Al mismo tiempo, muchos bancos centrales, especialmente en las economías desarrolladas, empezaron a diseñar sus estrategias de salida y a dar los primeros pasos en su instrumentación. Con todo, aunque ya se han producido algunos aumentos de tipos de interés oficiales en economías pequeñas, productoras de materias primas, como Australia y Noruega, cabe esperar que en la mayor parte de las economías desarrolladas el estímulo monetario se retire muy lentamente.

Por el contrario, en las economías asiáticas y en algunas latinoamericanas, el mayor dinamismo de la actividad se ha traducido en un endurecimiento de las políticas monetarias desde finales de 2009. En un principio el endurecimiento no supuso aumentos de tipos de interés, con el fin de evitar la intensificación de las entradas de capitales, sino que se adoptó otro tipo de medidas, como aumentos de los coeficientes de reservas (como China) o restricciones a las entradas de capitales externos (como Brasil). No obstante, a principios de 2010 se han producido los primeros incrementos de tipos oficiales, comenzando por Asia. Por último, a medida que las elevadas necesidades de liquidez en moneda extranjera fueron aplacándose, los *swaps* de divisas entre los principales bancos centrales (una de las principales medidas coordinadas internacionalmente) fueron reduciéndose, y se desactivaron en su mayoría a inicios de 2010, aunque el recrudescimiento de la volatilidad financiera derivada de los problemas fiscales en el área del euro ha llevado a reactivarlos en el mes de mayo entre los bancos centrales de las economías desarrolladas.

... mientras que las finanzas públicas registraron un fuerte deterioro

Las finanzas públicas han continuado deteriorándose marcadamente (véase gráfico 3.6). En el caso de las economías desarrolladas, este empeoramiento tiene un componente estructural importante y será difícil que se reabsorba durante la recuperación en una parte significativa, mientras que en las economías emergentes —donde el deterioro fiscal ha sido moderado— este ha tenido una naturaleza predominantemente cíclica. En el conjunto de las economías avanzadas, el déficit se situó en el 10% en 2009, con un incremento de 5,4 pp respecto al año previo, siendo más elevado aún en las tres principales economías desarrolladas fuera del área del euro, donde el deterioro fue más moderado. De ese incremento, más de la mitad se ha trasladado al saldo estructural. Aunque Japón partía de una situación fiscal más delicada, el incremento del déficit fue más acusado en aquellos países donde el sistema financiero se vio más afectado: Estados Unidos, donde el déficit se duplicó, hasta el 12,6% del PIB, y Reino Unido, donde se incrementó en 6,5 pp del PIB, hasta el 11,3%. La evolución de la deuda en estas economías ha sido también muy desfavorable, con incrementos superiores a 20 pp del PIB —en términos brutos— entre 2007 y 2009 (algo menos en el área del

euro), alcanzando niveles cercanos al 84% del PIB en Estados Unidos y al 70% en Reino Unido a finales de 2009. Se espera, además, que la tendencia al incremento de la deuda persista a pesar de la recuperación económica.

La preocupación por la sostenibilidad de la deuda pública ha limitado el margen de actuación expansiva de las políticas fiscales, y se ha reflejado en episodios de volatilidad financiera y presiones al alza sobre los tipos de interés soberanos en algunos países.

3 El panorama tras la recuperación

3.1 EL LEGADO DE LA CRISIS

La crisis ha provocado una reducción del producto potencial de la economía

Antes de valorar las perspectivas económicas de corto plazo, resulta conveniente tomar cierta distancia de la coyuntura y analizar el legado que deja la crisis, y que determinará, en buena medida, el ritmo y la duración de la recuperación económica.

Una consecuencia bien conocida de la crisis es el impacto contractivo sobre los factores productivos —trabajo y capital— y sobre el producto potencial. Más allá del carácter cíclico del empleo, el incremento del desempleo estructural y la menor tasa de participación asociada a las recesiones no solo reducen el nivel de producto potencial, sino que también pueden afectar negativamente a su tasa de crecimiento de modo persistente, limitando así la capacidad de crecimiento de la economía de modo prolongado.

Dada su profundidad, su naturaleza financiera y la magnitud de la respuesta de las autoridades, la crisis dejará profundas secuelas, que condicionarán la senda de crecimiento en el medio plazo

Pero la crisis va a dejar otro tipo de secuelas en el sistema económico y financiero que también pueden condicionar el crecimiento de medio y largo plazo en las economías avanzadas y, por ende, en la economía mundial. Este legado es consecuencia de la propia profundidad de la crisis y de la magnitud de la respuesta de las autoridades, pero también se deriva de los desequilibrios globales en la etapa de crecimiento anterior a la crisis y que todavía suponen ajustes pendientes. Más concretamente, se pueden destacar, al menos, tres elementos que pesarán sobre las perspectivas económicas en los próximos años: el redimensionamiento y la recomposición del sistema financiero, el proceso de desapalancamiento de los agentes privados no financieros y el deterioro de las finanzas públicas.

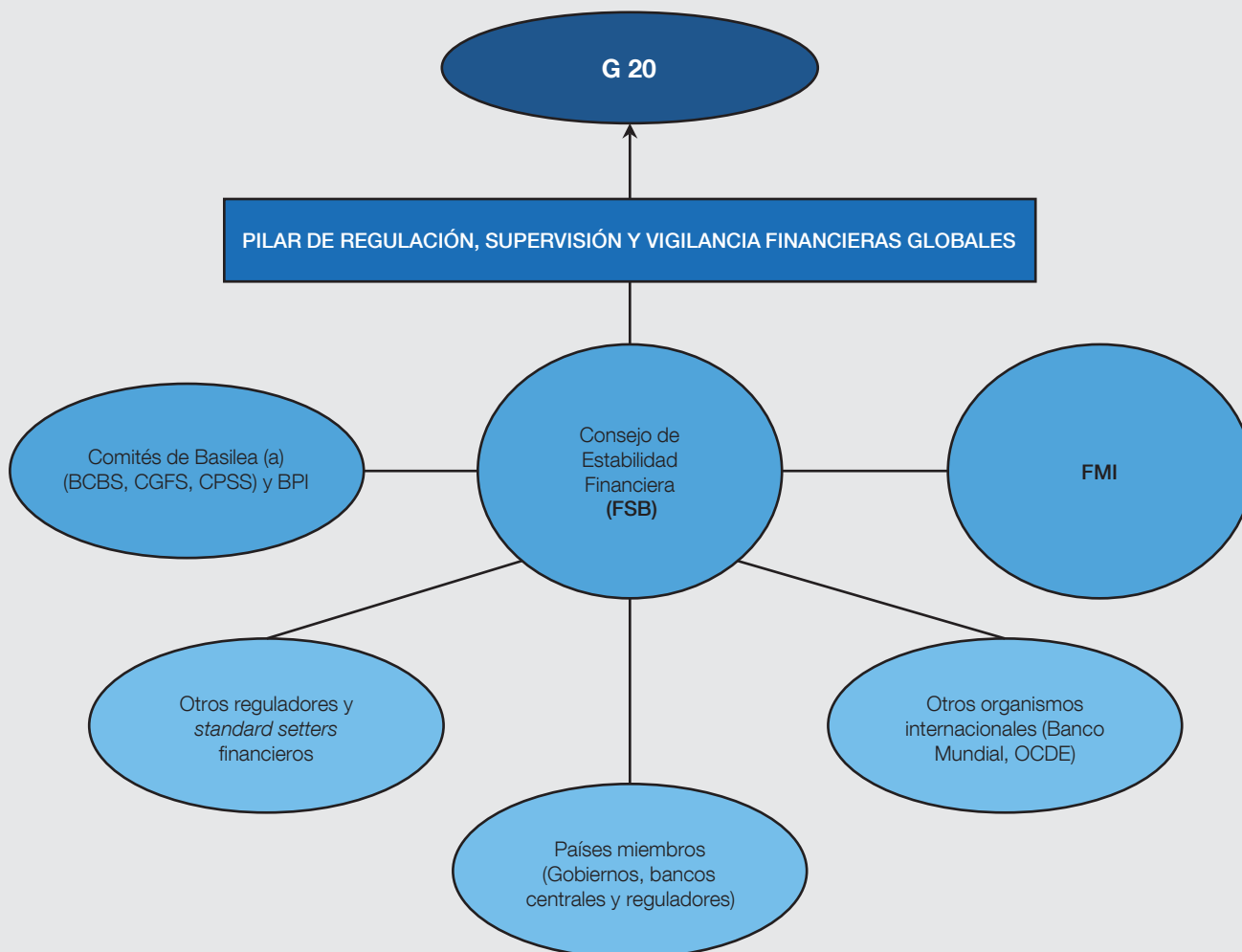
La capacidad de intermediación financiera de las economías se ha visto reducida de manera duradera

Las recesiones acompañadas o inducidas por crisis financieras y bancarias dejan secuelas más duraderas y profundas por el deterioro de la capacidad de intermediación financiera de la economía que provocan. Como consecuencia de la crisis, el tamaño del sistema financiero se ha reducido considerablemente, debido tanto a la desaparición de entidades como a la contracción del negocio. Una parte de esta contracción viene inducida por la caída de la actividad, pero otra parte —no necesariamente menos importante— puede resultar mucho más persistente. En particular, algunos segmentos de los mercados de titulización, sobre todo de productos estructurados, estaban fundamentados en una estructura de asignación de riesgo y en unas instituciones de mercado inadecuadas, que han estado en el origen de la crisis y que han dejado de existir.

Por otro lado, después de una crisis, el entorno financiero suele mostrar unos comportamientos y estrategias más cautos, en marcado contraste con la elevada preferencia previa por el riesgo, y que tenderá a reflejarse en el retorno a un modelo más tradicional de negocio por parte de las instituciones financieras. Por encima de estos elementos se superponen los desarrollos regulatorios nacionales, coordinados a escala global y encaminados a robustecer los sistemas financieros y mitigar la recurrencia de futuras crisis (véase recuadro 3.2). Todo ello se traducirá probablemente en condiciones de financiación menos holgadas que las observadas antes de la crisis, lo que puede limitar la disponibilidad de crédito en la economía y suponer un mayor coste de financiación, no solo en el corto, sino también en el medio y largo plazo. No obstante, las reformas son necesarias para sentar las bases de un sistema financiero más sólido y estable para el futuro.

Durante el último año se han dado pasos fundamentales para el establecimiento de un nuevo marco global de coordinación internacional en los ámbitos de la regulación y de la supervisión del sistema financiero. Este nuevo marco surge como reacción a la crisis financiera y pretende configurar un sistema económico y financiero internacional más robusto y estable, que, por una parte, contribuya a evitar nuevas crisis y, por otra, mitigue su impacto global en caso de que se produzcan. Los objetivos básicos de esta coordinación son reforzar la base de capital y la liquidez de las entidades bancarias; reducir la probabilidad y el impacto de la quiebra de las entidades sistémicas; aminorar su interconectividad; evitar la toma excesiva de riesgos y fomentar una valoración adecuada de los mismos; y ampliar y profundizar la supervisión y la regulación financieras en los segmentos relevantes y en el ámbito transnacional. Estos objetivos no difieren, en general, de los objetivos de estabilidad financiera a escala nacional, pero la naturaleza cada vez más global de los sistemas financieros requiere un alto grado de coordinación internacional en su consecución.

El impulso fundamental a la cooperación en el ámbito financiero se produjo con la creación del Consejo de Estabilidad Financiera —*Financial Stability Board (FSB)*—, en la cumbre del G 20 de abril de 2009, que tuvo lugar en Londres. El FSB se creó a partir del anterior Foro de Estabilidad Financiera (FSF, por sus siglas en inglés), del que formaban parte los países del G 7, junto con otros países afectados por la crisis asiática. Al FSB se incorporaron los países emergentes del G 20, así como España y la Comisión Europea. El FSB puede considerarse como el nuevo pilar global para la estabilidad financiera, que se añade a las tres instituciones nacidas en Bretton Woods, tras la Segunda Guerra Mundial: el Fondo Monetario Internacional (FMI), centrado en la estabilidad económica; la Organización Mundial del Comercio (OMC), encargada del comercio internacional, y el Banco Mundial, para los temas de desarrollo. En este recuadro se describen de forma somera la arquitectura de la cooperación financiera internacional (esquematisada en el gráfico adjunto) y las principales tareas que —en el ámbito de la regulación, supervisión y vigilancia financieras— se están llevando a cabo en este marco.



FUENTE: Banco de España.

a. Según sus siglas en inglés:
 BCBS: Comité de Supervisores Bancarios de Basilea.
 CGFS: Comité sobre el Sistema Financiero Global.
 CPSS: Comité de Sistemas de Pago y Liquidación.

El FSB reporta, en última instancia, al G 20, instituido como el foro central para la coordinación económica y financiera global. Los miembros del FSB son las autoridades de los ministerios, los bancos centrales y los supervisores de los países del G 20 (más España, Holanda, Suiza, Singapur y Hong Kong), la Comisión Europea, el BCE, el FMI, otros organismos internacionales (OCDE, Banco Mundial), el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS, por sus siglas en inglés) y los comités emisores de estándares internacionales [el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS), la Organización Internacional de Comisiones de Valores, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y el Consejo de Estándares Contables Internacionales]. Cabe destacar, en este contexto, los trabajos del BCBS, que coordina a los principales bancos centrales y supervisores bancarios en la definición de los estándares internacionales de normativa bancaria (entre los que destacan los acuerdos de capital, conocidos como Basilea I, II y, ahora, III). Asimismo, el FMI está colaborando estrechamente con el FSB en algunos aspectos; en particular, en temas de estabilidad financiera global, que se añaden a sus tareas habituales de vigilancia económica y financiera de los países, mediante los informes del artículo IV y los programas de evaluación del sector financiero (FSAP). El FSB, por su parte, proporciona *input* a los ejercicios de alerta temprana que elabora periódicamente el FMI. El nuevo esquema refuerza, además, la coordinación y la priorización de los proyectos de reforma promovidos por los diferentes comités internacionales encargados de la supervisión y de la regulación (bancarias, contables, seguros, mercados de valores, etc.). En definitiva, el FSB asume una función de dirección estratégica del trabajo de estas instituciones en el ámbito financiero, frente a la independencia funcional que mantenían antes de la crisis, e instaura un esquema de coordinación, cuyo objetivo es desarrollar e implementar una política regulatoria, supervisora y de vigilancia que fortalezca los sistemas financieros nacionales y asegure la estabilidad del sistema financiero global.

En el último año, al amparo del FSB, se han promovido propuestas importantes de reforma del marco financiero global, en diversos frentes: el regulatorio, el contable y las infraestructuras de mercado. Los objetivos generales de las reformas propuestas son: reducir el riesgo sistémico en el ámbito de instituciones, mercados e instrumentos; mejorar las prácticas de gestión del riesgo en los ámbitos de la liquidez y de la financiación; reforzar los estándares de contabilidad; mejorar los estándares internacionales de supervisión y de regulación; revisar y ampliar el perímetro de regulación y supervisión; y desarrollar un marco de supervisión macroprudencial.

En el ámbito más específicamente regulatorio, cabe destacar los trabajos del BCBS, que han dado lugar a propuestas para aumentar y reforzar la calidad del capital y la liquidez de las entidades financieras y para definir los procesos de resolución de entidades sistémicas activas internacionalmente. En concreto, el BCBS está revisando la

definición de capital regulatorio y la medición del riesgo de contraparte y está estudiando la introducción de una ratio de apalancamiento, de mecanismos de mitigación de la prociclicidad y de un estándar de liquidez. En el ámbito de los mercados, existen propuestas para el refuerzo de las infraestructuras y para promover la liquidación de instrumentos derivados que ahora se negocian fuera de mercados regulados (OTC) a través de Cámaras de Contrapartida Central y para la mejora de la información disponible sobre posiciones de los agentes. En el ámbito de la contabilidad, destacan el proceso de convergencia entre las instituciones encargadas de fijar los estándares contables (IASB y FASB) y los trabajos orientados a mejorar el tratamiento de las provisiones por pérdidas esperadas y la valoración de instrumentos financieros y de actividades de préstamos, la convergencia entre los enfoques de compensación y de tratamiento de *repos*, así como las iniciativas destinadas a mejorar el diálogo entre instituciones en los ámbitos contable, prudencial y regulador. Además, se han hecho llamamientos a mejorar la transparencia y a limitar el apalancamiento de los *hedge funds*, y para mejorar la supervisión de las agencias de calificación crediticia. Por último, hay que señalar que algunas iniciativas han suscitado un amplio debate público, en particular las relativas al posible establecimiento de algún tipo de tasa o impuesto a las instituciones financieras, que canalice su contribución al pago de los programas de rescate públicos del sector, o las discusiones acerca de las prácticas de remuneración de las entidades financieras, especialmente las que han contado con un respaldo explícito de los Gobiernos.

En definitiva, la concertación entre países nacida como respuesta a la profunda crisis financiera ha cristalizado progresivamente en un nuevo marco de coordinación económica y financiera global, que aún está en proceso de consolidación. En el ámbito de la regulación, la supervisión y la vigilancia del sistema financiero los avances han sido notables, aunque la mayoría de las iniciativas están aún en fase de valoración, diseño y desarrollo; los retos para que este nuevo marco esté a la altura de sus ambiciosos objetivos son considerables. Por un lado, se está avanzando en múltiples y muy diversos frentes, lo que requiere una visión de conjunto para alcanzar un resultado final coherente que no atenece el funcionamiento del sistema financiero —en especial, el flujo de crédito a la economía—, ni evite el desarrollo de la innovación en el sistema. Por otro lado, se requiere un esfuerzo sostenido de coordinación, no solo entre países, sino también entre instituciones, como el FMI o el BIS, que ahora comparten tareas y funciones con el FSB. A medida que avance el proceso, se irá clarificando la división del trabajo y las funciones específicas se irán delimitando con mayor claridad. Por último, existe el riesgo de que, a medida que se normalice la situación económica y financiera, se debiliten los incentivos para la coordinación internacional y el proceso pierda el impulso que ha alcanzado en el último año y que cabe valorar muy positivamente.

La recomposición de balances del sector privado será prolongada

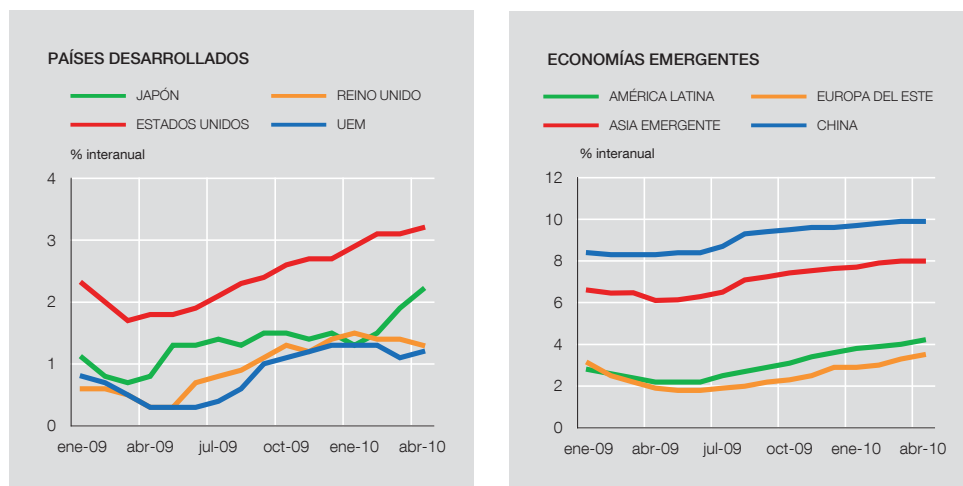
El segundo elemento que se ha de considerar es el proceso de desapalancamiento o reducción del endeudamiento en el sector privado no financiero. Tras una recesión suele producirse un reajuste en los balances financieros de hogares y empresas, encaminado a reducir el nivel de endeudamiento. Los elevados niveles de endeudamiento alcanzados en numerosas economías desarrolladas, como Estados Unidos, Reino Unido o la propia España, en los años previos a la crisis fueron propiciados por un contexto de elevado dinamismo económico, bajos costes de financiación, excesiva toma e inadecuada valoración del riesgo y aumentos en los precios de los activos, que a la postre se revelaron insostenibles. El cambio en el panorama económico tras la crisis, la corrección del precio de los activos —particularmente intensa en el caso de los inmobiliarios— y la mayor preferencia por el ahorro de los agentes apuntan a un sustancial ajuste a la baja de las ratios de endeudamiento, sobre todo de los hogares. Este ajuste está en curso (véase la evolución de las ratios de endeudamiento en el gráfico 1.2) y, según se desprende de experiencias pasadas, podría prolongarse por varios años, lo que supone un lastre adicional sobre el crecimiento en ese período.

Los desequilibrios fiscales limitarán el crecimiento a través de la elevación de los costes de financiación de la economía o a través de la consolidación fiscal

El fuerte deterioro de las finanzas públicas en muchas economías desarrolladas constituye el tercer factor limitativo de las perspectivas de largo plazo. Aunque parte del desequilibrio fiscal tiene como objetivo sostener la actividad productiva, la parte estructural del deterioro experimentado por los saldos fiscales persistirá, una vez asentada la demanda y retirados los estímulos fiscales. En estas circunstancias, se corre el riesgo de una deriva al alza en la deuda pública —intensificada por los costes crecientes relacionados con el envejecimiento de la población— si no se toman medidas decididas para evitarlo. En cualquier caso, las necesidades de financiación del sector público detraerán de modo persistente una notable cantidad de recursos financieros del resto de los sectores de las economías desarrolladas. Por ello, una vez estabilizada la actividad y normalizado el tono de la política monetaria, los desequilibrios fiscales tenderán a traducirse en mayores tipos de interés a largo plazo. Además, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en algunos países pueden suponer un incremento adicional de los costes de financiación del sector público —y de la economía en general—. Por todo ello, resulta fundamental que las economías desarrolladas acometan un proceso de consolidación fiscal, más urgente e intenso en los países con una peor situación fiscal subyacente, para frenar y, a ser posible, revertir la tendencia al alza de la deuda. La estabilización de la deuda permitirá, además, generar un mayor margen de maniobra si fuera necesario introducir estímulos en el futuro. Aunque esta consolidación ejercerá un efecto contractivo sobre la actividad en el corto plazo, este no será mayor que el derivado de unos costes de financiación permanentemente más elevados, cuya probabilidad será más alta cuanto menores sean las perspectivas de un ajuste fiscal creíble y profundo.

Las economías emergentes se verán relativamente menos afectadas, aunque pueden verse perjudicadas por una menor demanda externa y una menor disponibilidad de financiación

El hecho de que este repaso al legado de la crisis se haya centrado en las economías avanzadas es reflejo del diferente impacto que esta ha tenido entre el grupo de economías avanzadas y el de las emergentes. Aunque las economías emergentes han sufrido un severo impacto económico, la crisis ha tenido para ellas un origen predominantemente exógeno y no ha afectado de manera sustancial a sus sistemas financieros, al tiempo que su situación fiscal se ha deteriorado en mucha menor medida que en las avanzadas. Por ello, la reducción del producto potencial en estas economías ha debido de ser menor y el impacto sobre la tasa de crecimiento a medio plazo posiblemente escaso y menos persistente, salvo, quizás, en las economías de Europa del Este. No obstante, la demanda externa proveniente de las economías desarrolladas o la menor disponibilidad de financiación a escala global afectarán a su capacidad de crecimiento en los próximos años.



FUENTE: Consensus Forecasts.

a. Se muestran las previsiones de crecimiento en 2010, realizadas en las fechas señaladas en el eje horizontal.

3.2 PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

En 2010 se espera una recuperación gradual de la economía mundial, rodeada de una notable incertidumbre

A pesar de la reducción del crecimiento potencial se mantendrán brechas de producción significativas

El dinamismo será mayor en las economías emergentes

La demanda del sector privado lastrará el crecimiento de las economías más desarrolladas

Tomando en consideración este contexto de medio plazo, las perspectivas económicas para 2010 contemplan un escenario central de recuperación gradual, pero frágil, en un contexto de tendencia a la normalización en los mercados financieros, cauta reactivación de la demanda privada en las economías avanzadas, y retirada paulatina de los estímulos y apoyos de política económica. No obstante, este escenario está rodeado de una elevada incertidumbre, dadas las fragilidades que siguen mostrando tanto el sistema financiero como la economía, el proceso de ajuste en curso y las dudas que generan los elementos analizados en la sección anterior. Por ello, el ritmo de retirada de los apoyos de política económica estará condicionado por el curso de los acontecimientos.

En cualquier caso, se han producido revisiones paulatinas al alza de las previsiones de crecimiento para 2010 (véase gráfico 3.10). Parte de este aumento de las previsiones representa efectos arrastre positivos, derivados del fuerte crecimiento en el cuarto trimestre de 2009, pero también la expectativa de que la demanda interna pueda cobrar en 2010 un mayor dinamismo que el observado el año anterior en muchas economías desarrolladas y emergentes. De este modo, las previsiones de los principales organismos apuntan a un crecimiento del PIB mundial de alrededor del 4% en 2010 y 2011. Estas cifras son inferiores, en alrededor de 1 pp, al ritmo de crecimiento mundial en los años previos a la crisis, y suponen el mantenimiento de brechas de producción aún significativas, especialmente en las economías desarrolladas.

Las economías emergentes se prevé que experimenten un rebote de la actividad, hasta tasas ligeramente superiores al 6%, en los próximos dos años, especialmente intenso en Asia (China e India) y Brasil, de la mano de un fuerte impulso de la demanda interna y de un mayor dinamismo del comercio, especialmente entre los propios emergentes. En el otro extremo, las economías emergentes de Europa del Este mostrarían una recuperación débil, condicionada por la necesidad de sanear los balances del sector privado.

En contraste, y de acuerdo con las previsiones del FMI, las economías desarrolladas se expandirán a un ritmo en el entorno del 2,3% en los próximos dos años, lo que supone una salida lenta, en comparación con fases recesivas previas. Por un lado, el efecto de los estímulos fiscales y de la reversión del ciclo de existencias, determinantes del dinamismo de la

actividad en la parte final de 2009, desaparecerá a lo largo del año. Por otro lado, algunos de los elementos identificados anteriormente ralentizarán la dinámica de la recuperación: la debilidad de los mercados laborales —con altas tasas de paro en muchas economías—, el aún elevado endeudamiento de las familias y el escaso dinamismo del crédito seguirán representando un freno para la evolución de la demanda del sector privado. Con todo, al igual que en el caso de las economías emergentes, existen marcadas diferencias en el ritmo de recuperación, destacando Estados Unidos como el país con el mayor dinamismo entre las mayores economías desarrolladas, en parte reflejo de un mayor avance en el proceso de reabsorción de algunos de sus desequilibrios internos, y en parte por la estabilización de su sistema financiero.

Las brechas en la producción mantendrán contenida la inflación en las economías desarrolladas, mientras que habrá más presiones al alza en las economías emergentes

En consonancia con la notable infrautilización de la capacidad de producción en las economías desarrolladas, las presiones inflacionistas deberían, en principio, mantenerse contenidas, a pesar del incremento del precio de las materias primas, e incluso se espera una cierta reducción de las tasas respecto a las actuales. En contraposición, el mayor dinamismo de la demanda interna en las economías emergentes podría empujar las tasas de inflación al alza en 2010.

La corrección de los desequilibrios globales se interrumpirá y los flujos de capitales a las economías emergentes pueden estar sometidos a cierta volatilidad

En este escenario, se prevé una progresiva recuperación de los flujos comerciales y de capitales. La corrección de los saldos exteriores observada durante la crisis se interrumpirá, al hilo de la recuperación de la demanda interna de los países deficitarios, y es previsible que los desequilibrios globales experimenten un cierto incremento respecto a 2009. Por último, aunque los flujos de capitales a las economías emergentes prosigan su recuperación, fundamentada en sus mejores perspectivas de crecimiento, los amplios diferenciales de rendimiento y el mayor apetito global por el riesgo, es difícil que alcancen los niveles previos a la crisis y se podría verificar una notable volatilidad en estos flujos, sobre todo a medida que vayan cambiando las condiciones de liquidez de las economías desarrolladas.

El crecimiento podría ser mayor si continúa la interacción favorable entre el sector financiero y el real

Este escenario central tiene importantes elementos de incertidumbre. Por un lado, es posible que, como ha ocurrido en la fase de recuperación, la interacción positiva entre la mejoría del sector financiero y el sector real tenga efectos más favorables de lo previsto. A ello podría contribuir una resolución más rápida de los interrogantes asociados al nuevo marco regulatorio de la actividad financiera nacional y transfronteriza.

Un primer riesgo a la baja proviene de un menor dinamismo de la demanda privada por una menor recuperación del empleo y/o una mayor restricción al crédito

Sin embargo, los elementos de incertidumbre que podrían aminorar el crecimiento en los próximos trimestres parecen predominar sobre los anteriores. El principal, sin duda, se refiere al dinamismo de la demanda del sector privado y a la posibilidad de que los factores que pesan sobre el consumo y la inversión privados tengan mayor fuerza que la anticipada. Por un lado, la recuperación del empleo, especialmente en Estados Unidos, ha sido menor de lo que cabría esperar de la relación histórica entre esta variable y el nivel de actividad, con el riesgo de que una parte de los desempleados mayor que la anticipada pase a incrementar el desempleo estructural —especialmente, en las economías con mercados laborales menos flexibles— y contribuya a mantener deprimido el consumo de las familias. Por otro lado, el dinamismo de la demanda del sector privado puede verse limitado si no se reactiva la concesión de crédito a medida que se avanza en la recuperación de la actividad, lo cual no es descartable, dados la frágil situación financiera subyacente y los procesos de reforzamiento de la regulación en marcha. De producirse una restricción de crédito mayor que la anticipada, el impacto recaería principalmente sobre las familias y pequeñas y medianas empresas —que cuentan con menores posibilidades de acceso directo a la financiación a través de los mercados financieros—, con efectos negativos sobre el consumo y la creación de empleo, muy influida esta última por el dinamismo de dicho tipo de empresas.

Otro riesgo a la baja proviene de la gestión de la salida de los apoyos monetarios, financieros y fiscales...

Un segundo tipo de riesgo se deriva de la situación y de la evolución de las políticas económicas. Por un lado, la salida de los apoyos monetarios y financieros puede complicarse, en la medida en que la evolución económica y financiera se desenvuelva de modo diferente al previsto. No se pueden descartar situaciones que presenten dilemas de política económica que se resuelvan con un impacto negativo sobre la actividad y la estabilidad financiera. En un contexto en el que las expectativas de inflación, en general, están bien ancladas, estos dilemas tienen más probabilidad de producirse en la esfera fiscal, que es, por sí misma, una de las fuentes de riesgo e incertidumbre más importantes.

La frágil situación de las finanzas públicas no solo tiene implicaciones importantes para las perspectivas económicas en el largo plazo, sino que también contiene elementos de riesgo adicional sobre la recuperación económica y la estabilidad financiera en el corto plazo, a través de dos posibles canales. En primer lugar, un incremento de la preocupación de los agentes por la sostenibilidad de la deuda o las necesidades de financiación del sector público puede, bien forzar un ajuste fiscal antes de lo previsto, o bien inducir un incremento generalizado de las primas por riesgo de crédito y de los tipos a largo plazo, lo que aumentaría el coste de financiación al sector privado y la volatilidad financiera. Además, un súbito e inesperado incremento de los tipos de interés a largo plazo podría generar pérdidas en instituciones financieras muy expuestas al riesgo de tipo de interés —atraídas por el diferencial entre tipos de interés a corto y a largo plazo— y traducirse en un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito. Estos factores comprometerían la recuperación de la actividad y el proceso de normalización financiera, en la medida en que aún no están firmemente asentadas. De todo ello se concluye que la frágil posición fiscal de las economías desarrolladas supone uno de los mayores elementos de riesgo en el escenario actual, de forma que la consolidación fiscal se configura como uno de los principales retos de las autoridades económicas de nuestras economías.

... y el precio de las materias primas podría llegar a constituir un riesgo al alza sobre la inflación

Por último, el precio de las materias primas podría incrementarse a un ritmo sustancialmente superior al moderado crecimiento previsto en los próximos años. Esta posibilidad supondría un riesgo para la recuperación de la actividad —especialmente, la de las economías desarrolladas— y contribuiría a una inflación global mayor que la del escenario central descrito líneas arriba.

3.3 CONSIDERACIONES ADICIONALES

Las economías emergentes ganarán peso en la economía mundial

La economía global afronta la recuperación con debilidades, tanto en el corto plazo como en un horizonte más dilatado. No obstante, como se ha señalado, el punto de partida es bastante más favorable en las economías emergentes que en las desarrolladas, de forma que cabe esperar que las primeras tiendan a ganar peso en la economía mundial, no solo en términos de tamaño o de contribución al crecimiento del PIB mundial, sino como posible factor sustentador de la demanda global.

Las economías desarrolladas experimentarán cambios estructurales profundos en el ámbito real y financiero

Los desafíos que afronta la economía global —y, en particular, los países desarrollados— son, pues, múltiples, e implican cambios estructurales profundos. En el ámbito real, estos cambios incluyen, entre otros, un ajuste y recomposición de las bases de crecimiento de la demanda privada y la reconducción de las finanzas públicas a una senda sostenible, a través de una estrategia creíble y bien planificada de consolidación fiscal. Estos objetivos serían facilitados por un avance de las reformas estructurales, de naturaleza diferente en cada país, que elevará el crecimiento potencial a medio plazo. Un reto importante lo constituye la reestructuración del sistema financiero, fundamentado en bases más sólidas y estables, a lo cual deben contribuir activa y efectivamente también los nuevos foros de coordinación internacional descritos en el recuadro 3.2.

Pero también es esencial el mantenimiento de la credibilidad de las políticas monetarias, para asentar sobre bases sólidas el crecimiento futuro

Es imprescindible en estas circunstancias difíciles el manejo firme y creíble de las políticas económicas, que deben abordar reformas de profundo calado en el ámbito real, fiscal y financiero —que son diferentes en cada país—. En este sentido, cabe subrayar que la preservación de la credibilidad de las políticas monetarias constituye un elemento fundamental del andamiaje de las políticas económicas, pues la estabilidad de precios constituye uno de los pilares básicos del crecimiento en el largo plazo.

Por último, cabe recordar que la crisis fue consecuencia de excesos financieros y patrones de crecimiento insostenibles, incubados durante la fase expansiva previa. Por ello, las reformas y cambios estructurales mencionados —y la consolidación de los logros previos en términos de estabilidad macroeconómica— deben permitir asentar la senda de crecimiento futuro sobre unas bases más sólidas y estables que en el pasado, lo que, en el largo plazo, irá en beneficio de la economía global en su conjunto y de los países que más avancen en estas transformaciones.

4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

1 Introducción

En 2009, el PIB del área del euro registró una caída sin precedentes, del 4,1%. En la segunda mitad del año, no obstante, se inició una recuperación de carácter vacilante, que, de acuerdo con las previsiones disponibles, debería ir adquiriendo consistencia a lo largo de 2010, aunque con incrementos de la actividad relativamente moderados. La inflación también mostró un cambio de trayectoria muy marcado, con un descenso en la primera mitad del ejercicio y un repunte posterior, ligados, en gran parte, a la evolución de los precios de los bienes energéticos. En promedio, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó un 0,3%, la tasa más reducida desde el inicio de la UEM (véase cuadro 4.1). Las proyecciones existentes apuntan a la estabilización de la inflación en niveles reducidos, algo superiores a los actuales, en un contexto de recuperación poco vigorosa de la actividad, infrutilización de la capacidad productiva y crecimiento contenido de los salarios derivado de la atonía del mercado de trabajo.

En todo caso, estos escenarios centrales previstos para el PIB y la inflación están sujetos a un elevado grado de incertidumbre, asociado, en parte, a factores externos al área del euro, como la evolución de la actividad a escala global y la cotización de las materias primas en los mercados internacionales, pero, sobre todo, a elementos de naturaleza interna relacionados con la debilidad de la demanda, la evolución del mercado de trabajo y la necesidad de que las instituciones financieras continúen reforzando sus balances. Asimismo, la crisis fiscal de Grecia ha desencadenado episodios de inestabilidad extrema en la primera mitad de 2010, que están suponiendo retos de gran magnitud y que han producido reacciones institucionales sin precedentes en el conjunto de la zona del euro. El papel de las políticas económicas será clave para determinar el ritmo y la prontitud de la recuperación, siendo imprescindible acometer reformas estructurales y una consolidación fiscal ambiciosa y duradera que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas y salvaguarden la estabilidad financiera de la zona del euro, así como fortalecer su marco institucional de gobernanza económica. Estos son los temas principales que se desarrollan en los siguientes epígrafes.

2 La intensidad de la crisis y las medidas de política económica desplegadas

El deterioro de la situación financiera y de las expectativas se tradujo en una intensa contracción de la actividad...

La recesión iniciada en la primavera de 2008 se transformó en el semestre comprendido entre octubre de ese año y marzo del siguiente en un desplome de la actividad sin precedentes en la historia de la UEM, de una magnitud superior al 4% (véase gráfico 4.1). Esta contracción no fue ajena a la prolongada y profunda crisis financiera global, cuyo recrudecimiento a partir de mediados de 2008 derivó en aumentos notables de las primas de riesgo, caídas acusadas del precio de los activos financieros —con la consiguiente repercusión sobre el balance de los bancos y sobre la riqueza de los hogares— y endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos bancarios. Como consecuencia del carácter global y sincronizado de la crisis la demanda exterior se contrajo abruptamente, lo que se reflejó en un intenso retroceso de las exportaciones. La situación recesiva en que ya se hallaba sumida el área del euro, en conjunción con el deterioro adicional de las condiciones financieras, propició un marcado empeoramiento de las expectativas de los agentes sobre la evolución de la actividad y del empleo. Ello impulsó el ahorro de los hogares en detrimento de su consumo y desalentó el gasto en vivienda, intensificando el ajuste a la baja iniciado con anterioridad por la inversión residencial en algunos países del área. Por su parte, las empresas restringieron intensamente su inversión productiva —que cayó cerca de un 12% entre octubre de 2008 y marzo de 2009— y acometieron una reducción de inventarios, tras una acumulación posiblemente indeseada asociada al descenso de las ventas.

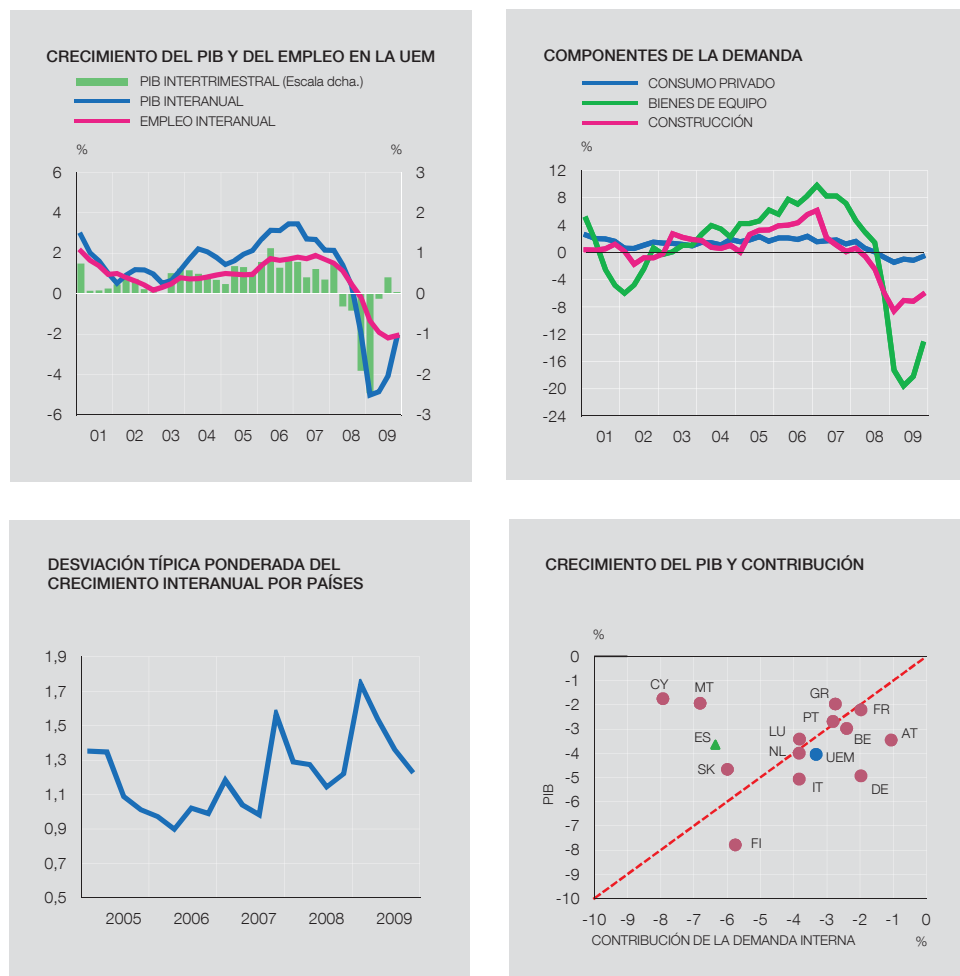
... de una magnitud heterogénea entre los países de la UEM

La caída del PIB se extendió a todos los países de la UEM, aunque en una magnitud desigual, que, en buena medida, reflejó el distinto peso y grado de deterioro de la inversión residencial

	2007	2008	2009	2009			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO (variación intertrimestral)							
Producto interior bruto	2,7	0,5	-4,0	-2,5	-0,1	0,4	0,0
<i>Consumo privado</i>	1,6	0,4	-1,0	-0,5	0,1	-0,1	0,0
<i>Consumo público</i>	2,3	2,1	2,3	0,6	0,6	0,7	-0,1
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	4,7	-0,9	-10,8	-5,2	-1,6	-0,9	-1,3
— Inversión privada no residencial	6,2	0,6	-13,2	-7,7	-2,0	-1,1	-0,3
— Inversión residencial	0,9	-4,6	-10,3	-2,8	-2,5	-2,2	-1,3
— Inversión pública	4,8	0,9	2,4	0,5	1,2	0,8	1,0
<i>Exportaciones</i>	6,3	0,8	-12,8	-8,0	-1,1	2,9	1,9
<i>Importaciones</i>	5,5	0,9	-11,4	-7,6	-2,8	2,9	1,3
Contribuciones al crecimiento del PIB en puntos porcentuales							
<i>Demanda interna</i>	2,4	0,4	-2,5	-1,2	-0,1	-0,1	-0,3
<i>Variación de existencias</i>	0,0	0,1	-0,9	-1,0	-0,7	0,5	0,1
<i>Demanda externa</i>	0,4	0,0	-0,7	-0,2	0,6	-0,1	0,2
PRECIOS Y COSTES (variación interanual)							
Precios de consumo (media anual)	2,1	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4
Deflactor del PIB	2,4	2,3	1,1	1,8	1,1	0,9	0,4
Costes laborales unitarios	1,6	3,4	3,7	5,7	4,6	3,4	1,3
Remuneración por asalariado	2,5	3,2	1,5	1,8	1,4	1,4	1,2
Productividad del trabajo	0,9	-0,2	-2,2	-3,7	-3,0	-1,9	-0,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% del PIB)							
Gastos totales	46,0	46,8	50,7				
<i>Gastos corrientes</i>	42,3	43,1	46,5				
<i>Inversión pública</i>	2,6	2,5	2,8				
Ingresos totales	45,4	44,9	44,4				
Déficit (-) / superávit (+) primario	2,3	1,0	-3,5				
Déficit (-) / superávit (+)	-0,6	-2,0	-6,3				
MERCADO DE TRABAJO							
Empleo total (variación intertrimestral)	1,8	0,7	-1,9	-0,8	-0,5	-0,5	-0,3
Paro (% de población activa)	7,5	7,6	9,4	8,8	9,3	9,7	9,8
BALANZA DE PAGOS (% del PIB)							
Cuenta corriente	0,2	-1,6	-0,6	-1,7	-1,0	-0,2	0,3
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO							
Hogares (% RBD)	94,2	94,3	95,4	94,0	94,5	94,9	95,4
Sociedades no financieras (% EBE)	455,8	492,2	543,8	508,2	529,9	540,9	543,8

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y OCDE.

y de las exportaciones (véase gráfico 4.1). Así, en países como España e Irlanda, que habían mostrado un mayor auge del sector inmobiliario, el retroceso de la inversión residencial fue más acusado y se tradujo en grandes pérdidas de empleo, que a su vez habrían contribuido a una retracción más intensa del consumo privado (si bien el impacto sobre el PIB se vio amortiguado por el retroceso de las importaciones). En otros, como Alemania y Finlandia, la perturbación más relevante provino del sector exterior —dada su especialización en la producción de bienes de equipo, fuertemente menoscabada por la caída de la inversión a escala mundial—, con lo que el mayor impulso a la baja sobre la actividad se derivó de la demanda exterior neta. Por su parte, Francia mostró una contracción más moderada del PIB, por estar menos expuesta a los citados factores, al contrario de lo que ocurrió en Italia, donde la crisis exacerbó tanto la falta de dinamismo de sus ventas al exterior —ligada a factores como su patrón de especialización productiva y la pérdida acumulada de competitividad— como la persistente atonía de su demanda interna.

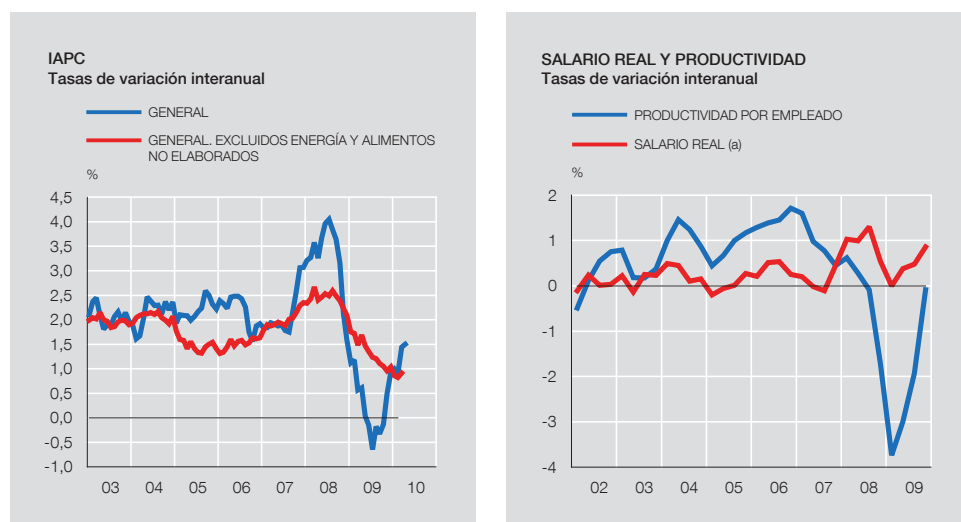


FUENTES: Eurostat y Banco de España.

El empleo sufrió de forma mitigada el embate de la crisis, con grandes diferencias por países

El empleo en la UEM reaccionó a la caída de la producción con un ligero desfase, en un proceso de ajuste que se ha prolongado a pesar de la leve recuperación de la actividad. Ello se ha reflejado en un notable avance de la tasa de paro, que ha alcanzado el 10% en los primeros meses de 2010. El retroceso del empleo está resultando relativamente moderado, si se tiene en consideración la intensa caída de la producción. Esto constituye una clara diferencia con respecto tanto a la experiencia reciente en otras economías —entre las que destaca Estados Unidos— como a episodios recesivos previos en la UEM, y podría ser consecuencia de las reformas que, impulsadas por el Tratado de Lisboa, se han ido adoptando en el mercado de trabajo durante la pasada década, pero también de los incentivos que han introducido diversos países, como Francia, Italia y Alemania, para contener la destrucción de empleo y la pérdida de capital humano mediante recortes subvencionados de la jornada laboral.

La respuesta del empleo por países mostró gran heterogeneidad no solo como reflejo de las distintas medidas de política económica desarrolladas, sino también de las diferencias en la estructura productiva y en la regulación del mercado de trabajo. Así, en Alemania la caída del empleo ha sido prácticamente nula, mientras que en otros países, como España e Irlanda, llegó a alcanzar cifras en el entorno del 10%.



FUENTE: Eurostat.

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

La inflación retrocedió intensamente, inicialmente afectada por la evolución de los componentes más volátiles del IAPC y posteriormente también por los más estables

Tras el máximo superior al 4% alcanzado en julio de 2008, la inflación se vio impulsada a la baja hasta registrar valores negativos en los meses centrales de 2009 (véase gráfico 4.2). Este sustancial retroceso vino originado, fundamentalmente, por la caída de las cotizaciones de las materias primas, especialmente de las energéticas, que se trasladó a los componentes energético y alimenticio del IAPC. A ese factor se añadieron la debilidad de la demanda interna y la infrautilización de la capacidad instalada, que, junto con el efecto retardado del abarataamiento de las materias primas, ralentizaron el ritmo de variación de los precios de los componentes menos volátiles del IAPC —servicios y bienes industriales no energéticos—.

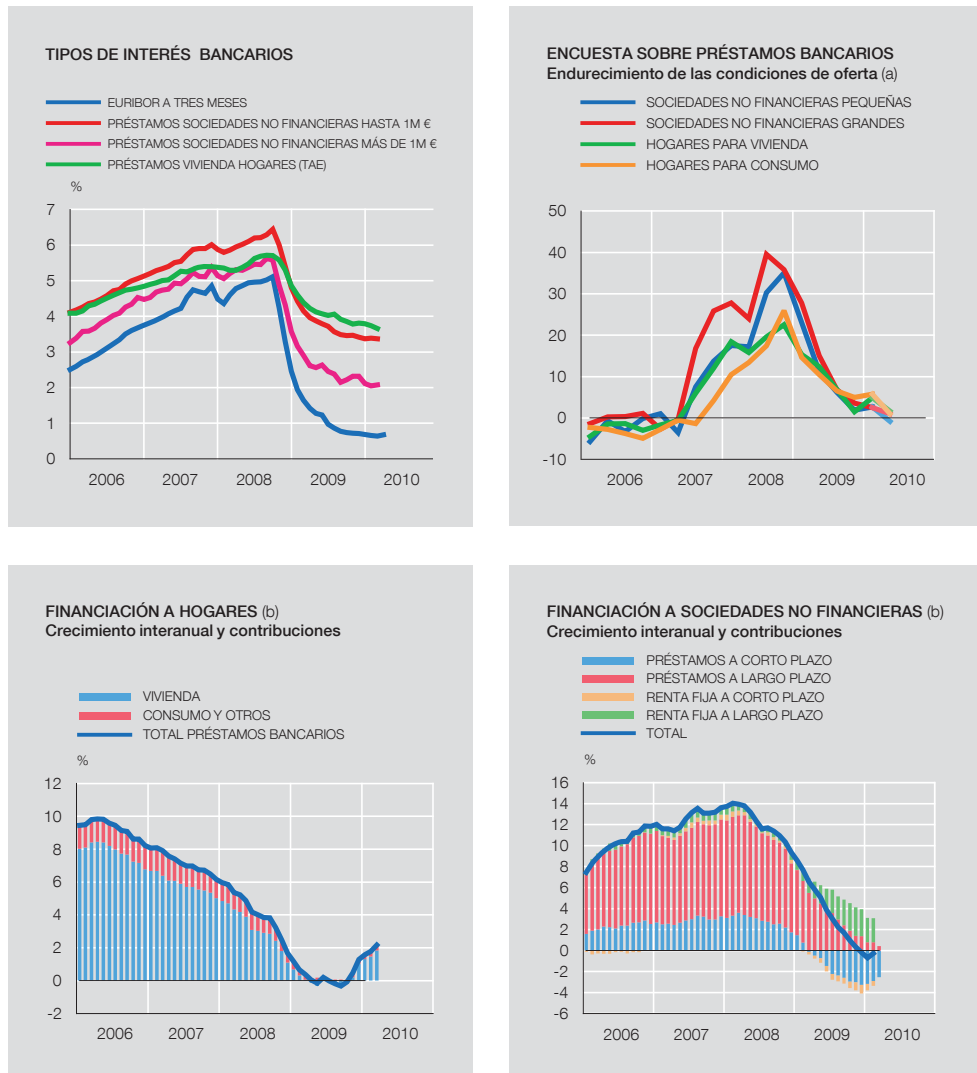
La financiación al sector privado prolongó su desaceleración, de forma muy intensa en el caso de las empresas no financieras

La financiación del sector privado continuó desacelerándose a lo largo de 2009 y en los primeros meses de 2010, en línea con su habitual patrón cíclico. En el caso de las empresas no financieras, la ralentización fue generalizada por países y refleja la influencia tanto de factores de demanda, ante la menor necesidad de fondos para financiar una inversión productiva y un activo circulante decrecientes, como de oferta, por el mencionado endurecimiento de los criterios de oferta practicado por las entidades bancarias (véase gráfico 4.3). La caída de los préstamos bancarios, componente principal de la financiación empresarial, pudo ser, en parte y para algunas empresas de mayor dimensión, compensada por el recurso directo a los mercados de capitales.

En el caso de los hogares, la moderación del crédito se manifestó menos intensamente, después de la fuerte pérdida de dinamismo durante los dos años anteriores. La desaceleración afectó en mayor medida a los préstamos dirigidos al consumo, mientras que los otorgados para la adquisición de vivienda comenzaron a mostrar tímidos signos de recuperación en la parte final de 2009, que, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, reflejarían un aumento de la demanda, en un contexto de marcado descenso de los tipos de interés y de caídas en el precio de la vivienda.

Ante la gravedad de la situación, las autoridades económicas siguieron aplicando medidas contra la crisis...

La acción urgente de los Gobiernos europeos tras la escalada de la crisis financiera en el otoño de 2008 contribuyó, junto con la política de suministro generoso de liquidez del Euro-sistema, a frenar el deterioro de los principales indicadores de tensión financiera. No obstante, en los primeros meses de 2009 la falta de indicios de mejora de la situación económica y



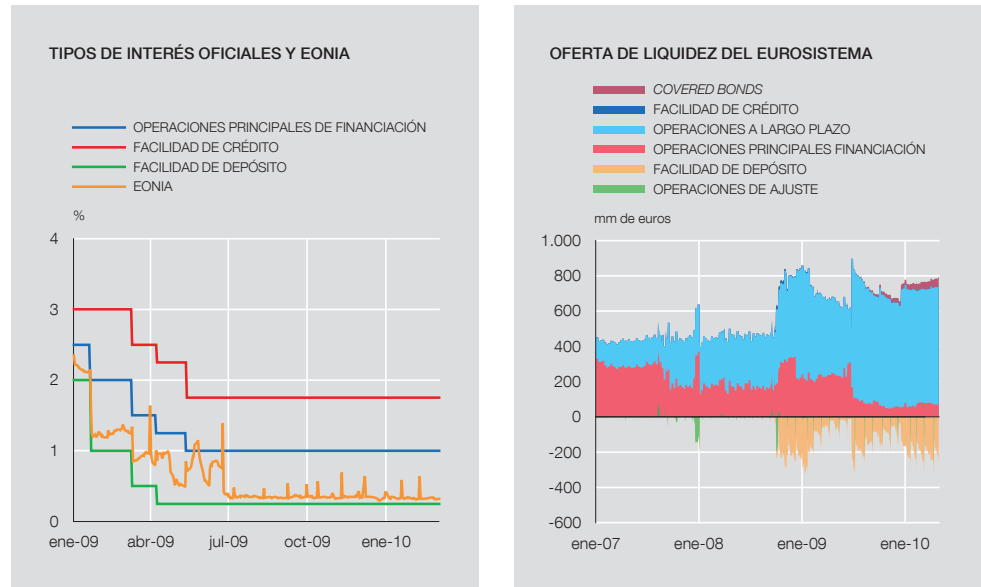
FUENTE: Banco Central Europeo.

a. Indicador = % de entidades que han endurecido considerablemente los criterios \times 1 + % de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios \times 1/2 - % de entidades que han relajado en cierta medida los criterios \times 1/2 - % de entidades que han relajado considerablemente los criterios \times 1.
 b. Sin ajuste de titulización.

los elevados niveles de incertidumbre en los mercados financieros provocaron que las autoridades económicas acometieran medidas de apoyo adicionales. Estas actuaciones, además de sus objetivos específicos, como la mejora del mecanismo de transmisión de los tipos de interés, la contención del retroceso de la demanda agregada o la subsanación de las dificultades de algunas entidades bancarias, perseguían sostener y mejorar la confianza de los agentes privados y, así, prevenir la materialización de escenarios fuertemente desfavorables. En términos generales, puede afirmarse que las medidas emprendidas cumplieron su cometido.

... con actuaciones de política monetaria, convencionales y no convencionales...

El BCE siguió reduciendo los tipos de interés oficiales, hasta situar el correspondiente a las operaciones principales de financiación en el 1% en mayo, lo que representa un descenso total de 325 puntos básicos (pb) desde octubre de 2008 (véase gráfico 4.4). Estas decisiones se acompañaron por una política de apoyo al crédito con medidas de naturaleza no convencional. En particular, se mantuvieron algunas de las medidas adoptadas en



FUENTE: Banco Central Europeo.

2008, como la ampliación de la lista de activos admisibles como colateral, el suministro de fondos en operaciones a más largo plazo y en divisas, utilizando, en toda las subastas, tipos de interés fijos con adjudicación plena. Además, se establecieron tres nuevas operaciones de provisión ilimitada de liquidez a un plazo de doce meses, así como un programa de compra de bonos garantizados —*covered bonds*—, entre los que se incluyen las cédulas. Con todo ello, el Eurosistema perseguía facilitar la disminución rápida e intensa de los tipos de interés negociados en los mercados y de los fijados por las entidades financieras en sus operaciones de activo, paliar la falta de la actividad en los mercados de financiación mayorista y, en definitiva, reforzar el flujo de crédito a hogares y empresas.

... medidas fiscales de carácter discrecional...

Las autoridades fiscales de los países del área fueron adoptando progresivamente medidas discrecionales de estímulo de la demanda, encuadradas en gran parte en el Plan Europeo de Recuperación Económica de noviembre de 2008. Estas actuaciones representaron un importe estimado del 1,1% del PIB en 2009 y ascenderán al 0,8% en el conjunto de 2010. Las disposiciones adoptadas incluyeron tanto recortes impositivos y de las cotizaciones a la Seguridad Social como incrementos de las transferencias y del gasto público directo, dirigido en gran parte a la construcción y renovación de infraestructuras. El esfuerzo fiscal en los distintos países alcanzó valores muy diferentes en función, fundamentalmente, de la situación de partida de las finanzas públicas y del impacto de la crisis.

... planes de apoyo al sistema financiero

Por último, los Gobiernos desplegaron también planes de apoyo al sistema financiero, aprobados en muchos casos durante el otoño de 2008 y bajo el marco común de principios acordado en la UE para garantizar la eficacia y evitar posibles distorsiones a la competencia. Las medidas, que inicialmente se enfocaron hacia el pasivo de los balances bancarios aplicando avales a las emisiones de deuda e inyecciones de capital, se extendieron posteriormente hacia el lado del activo, con programas de saneamiento o de aseguramiento del valor de los activos dañados.

3 La mejora de las condiciones financieras, el inicio de la recuperación y la crisis fiscal griega

3.1 LA MEJORA DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS Y EL INICIO DE LA RECUPERACIÓN

Tras las actuaciones sin precedentes de los bancos centrales y de los Gobiernos, las tensiones financieras se relajaron progresivamente a lo largo de 2009...

... lo que supuso una menor dependencia de las ayudas públicas para la banca y una reactivación de los mercados de deuda privada

La progresiva estabilización financiera, junto con la reactivación de la demanda exterior y el apoyo de las políticas económicas, favoreció que la zona del euro superara la etapa recesiva en la segunda mitad de 2009

La inflación tornó a valores positivos, debido al efecto del precio de la energía

El euro se apreció progresivamente en el transcurso de 2009, si bien esa trayectoria se quebró al final del año como consecuencia de la crisis desencadenada en Grecia

Desde el segundo trimestre de 2009, y tras las actuaciones a gran escala de los bancos centrales y de los Gobiernos, en el área, como en el resto del mundo, las condiciones financieras se fueron normalizando paulatinamente a lo largo del año, realimentándose con las señales más optimistas provenientes del sector real. No obstante, a partir de la última parte del año aparecieron algunos episodios de inestabilidad localizados —como el de Dubai World en noviembre—, al tiempo que el deterioro de la situación fiscal griega comenzó a generar tensiones crecientes en los mercados de deuda pública del área.

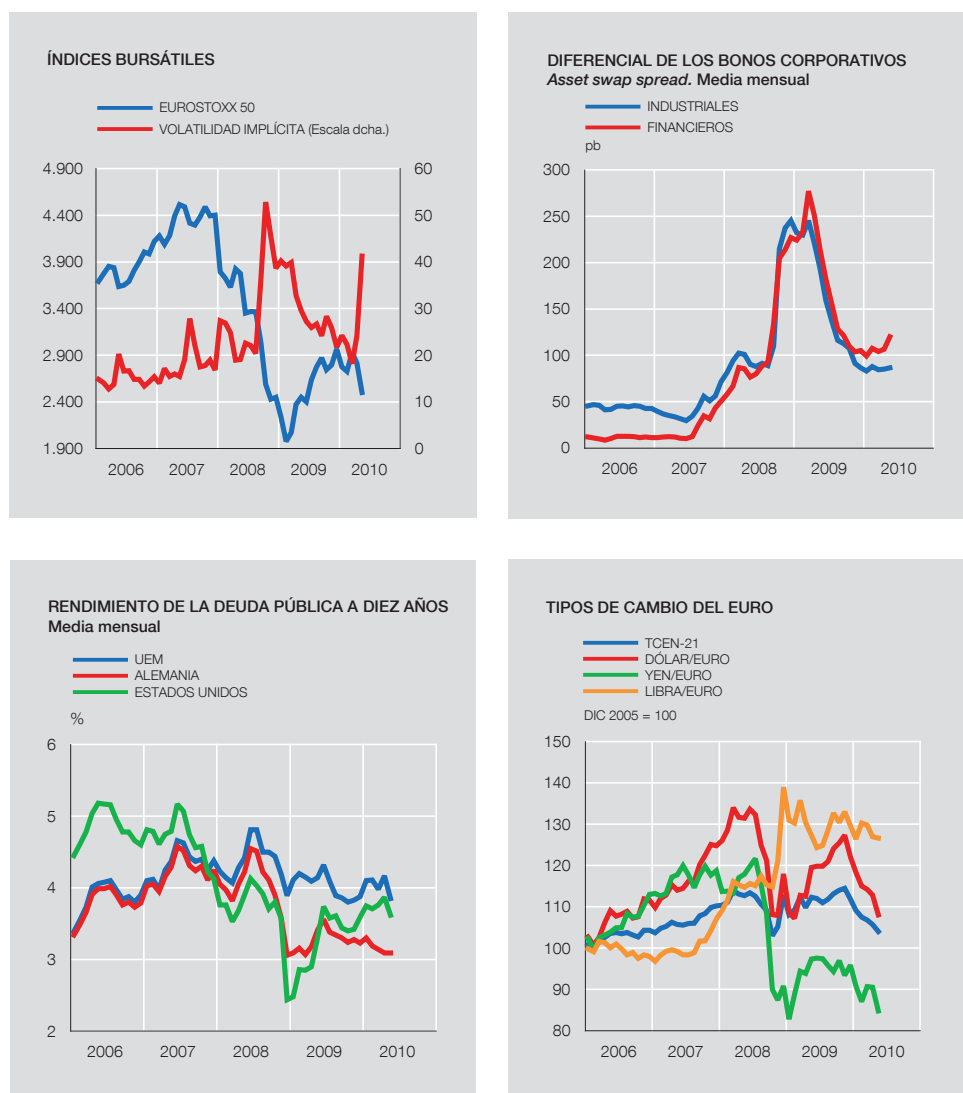
Los tipos de interés del EURIBOR alcanzaron niveles mínimos en septiembre de 2009, tras la incorporación de los impulsos de la política monetaria y la contracción de las primas de riesgo. El EURIBOR a doce meses se estabilizó en torno al 1,2% y la prima de riesgo, medida como su diferencia con el EUREPO a un plazo similar, cayó paulatinamente hasta registros próximos a los 50 pb, tras haber superado los 200 pb en los momentos de mayor tensión. La disminución de la incertidumbre de los inversores se plasmó también en una menor volatilidad del precio de los activos financieros y en una recuperación sustancial de las cotizaciones en el conjunto del año, aunque sin llegar a los niveles previos a la crisis. Además, las primas de riesgo cayeron notablemente, con especial intensidad en los instrumentos de deuda de peor calidad crediticia (véase gráfico 4.5).

La mejora de las condiciones financieras permitió un menor recurso a los avales estatales en las emisiones de deuda de los bancos y algunas entidades incluso reembolsaron los fondos públicos recibidos durante el período de mayor inestabilidad. Además, los menores costes de la financiación impulsaron la actividad en los mercados primarios de valores, particularmente en el caso de las emisiones de empresas no financieras, lo que contrastó con la fuerte moderación de la financiación a través de préstamos bancarios.

Este proceso de estabilización de los mercados financieros a lo largo de 2009, junto con la reactivación de algunas economías de fuera del área y el efecto de los estímulos de política económica instrumentados dentro de ella, permitieron que la economía de la zona del euro superara la etapa recesiva en la segunda mitad de 2009, registrando tasas de crecimiento intertrimestrales positivas, aunque reducidas y sujetas a cierta volatilidad. Esta recuperación se sustentó en el crecimiento de las exportaciones, en consonancia con el impulso del comercio internacional, en la expansión del consumo y de la inversión públicos y en la contribución positiva de la variación de existencias, mientras que el consumo de las familias y la inversión privada siguieron deprimidos.

La inflación del área volvió a valores positivos en los últimos meses del año y alcanzó el 1,5% en abril de 2010, como consecuencia, principalmente, del repunte registrado por el componente energético del IAPC (ligado al progresivo incremento de las cotizaciones de las materias primas energéticas). Por el contrario, los precios de los componentes menos volátiles del IAPC —servicios y bienes industriales no energéticos— mantuvieron una senda de desaceleración, en un entorno de persistencia de debilidad de la demanda interna.

En este contexto, el tipo de cambio del euro experimentó una progresiva apreciación, que se interrumpió a finales del año, como consecuencia del agravamiento de la crisis griega y de la aparición de algunos datos macroeconómicos relativamente desfavorables. No obstante, estuvo sujeto a notables oscilaciones y su comportamiento en 2009 no fue homogéneo respecto a las principales monedas, con una apreciación frente al dólar norteamericano, el yen y las monedas asiáticas ligadas al dólar, compensada



FUENTES: Banco Central Europeo y JP Morgan.

parcialmente por la depreciación frente a la libra esterlina y al franco suizo (véase gráfico 4.5).

La crisis griega condicionó la evolución de los mercados financieros en el tramo final del año 2009 y el comienzo del 2010

Desde finales de 2009 los mercados estuvieron muy condicionados por el desarrollo de la crisis fiscal griega y su agravamiento extremo en la primavera de 2010, que desembocó en una drástica corrección de las tendencias en los mercados financieros del área. Además de las tensiones en los mercados de deuda soberana que se comentan más adelante, las cotizaciones bursátiles registraron abultados retrocesos, más intensos en el sector bancario por su exposición a la deuda pública, y en los mercados de divisas el euro sufrió una corrección que le condujo en mayo de 2010 hasta niveles próximos a los registrados durante la crisis de Lehman Brothers en el otoño de 2008. Esta acumulación de riesgos para la estabilidad financiera del área llevó a la adopción, el 10 de mayo, de nuevas medidas extraordinarias por parte de los Gobiernos y de las autoridades europeas, que se detallan en la siguiente sección.

3.2 EL DETERIORO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS Y LA CRISIS FISCAL DE GRECIA

Las actuaciones de los Gobiernos, que en muchos casos agotaron el margen de maniobra disponible, y, sobre todo, la activación de los estabilizadores automáticos propiciaron un deterioro sin precedentes de las finanzas públicas de los países del área del euro. El déficit pú-



FUENTE: Comisión Europea, Programas de Estabilidad y Convergencia.

En 2009 se produjo un deterioro sin precedentes de las finanzas públicas...

... debido al incremento del gasto público y, en menor medida, a la caída de los ingresos

La corrección del desequilibrio fiscal será difícil, ya que el componente estructural

blico de la UEM se situó en 2009 en el 6,3%, el valor más alto de las últimas décadas, y muy por encima del 2% registrado un año antes (véase gráfico 4.6).

Este resultado fue consecuencia, primeramente, de un fuerte crecimiento de los gastos, que superaron el 50% del PIB [4 puntos porcentuales (pp) más que el año anterior], debido al incremento de las prestaciones sociales, y del consumo y de la inversión públicos. Además, la caída de los ingresos (hasta el 44% del PIB) fue más intensa de lo observado en otros episodios recesivos, debido no solo a los recortes de impuestos introducidos, sino también a la intensa contracción de algunas fuentes de ingresos que en la etapa expansiva previa habían mostrado una elasticidad inusualmente elevada con respecto al PIB — como las ligadas al auge del sector inmobiliario en algunos países del área y a los beneficios empresariales —.

Como consecuencia de lo anterior, el componente permanente o estructural del deterioro fiscal ha sido relevante, y supondría, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea, prácticamente la mitad del empeoramiento total. Por tanto, ni la paulatina desaparición

del déficit es muy elevado y la deuda pública puede alcanzar un porcentaje próximo al 90% en 2010

Trece de los dieciséis Estados miembros de la zona del euro se encuentran en situación de déficit excesivo

El deterioro fiscal y la crisis griega propiciaron episodios severos de inestabilidad en los mercados de deuda soberana

ción de las medidas de estímulo implementadas ni la incipiente recuperación económica permitirán reducir el desequilibrio fiscal de una manera notable. Además, las previsiones apuntan a que la deuda pública ascenderá hasta niveles próximos al 85% del PIB en 2010, a pesar de que las intervenciones de los Gobiernos para estabilizar el sistema financiero han tenido hasta el momento un impacto limitado sobre los niveles de deuda (inferior a 3 pp) (véase gráfico 4.6).

El deterioro fiscal fue común a todos los países de la UEM y derivó en una situación excepcional en lo que se refiere a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En la primavera de 2009 el ECOFIN decidió abrir el procedimiento de déficit excesivo a Grecia, España, Francia e Irlanda, cuyo déficit había rebasado el 3% del PIB ya en 2008, y en diciembre se sumaron otros ocho países —Bélgica, Alemania, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia—. En consecuencia, trece Estados miembros de la UEM se encuentran sujetos a este procedimiento —incluyendo Malta—, y en mayo de 2010 la Comisión Europea inició el procedimiento para los tres países restantes, aunque en el momento de cerrar este Informe la apertura de estos expedientes se encuentra pendiente de la decisión del Consejo.

Como se ilustra en el recuadro 4.1, el deterioro de las posiciones fiscales, en un contexto de valoración más prudente de los riesgos, se reflejó en una ampliación de los diferenciales soberanos del área a lo largo de 2009, situación que se acentuaría de manera extrema en la primavera de 2010 como consecuencia de la crisis griega. Los elevados niveles de la deuda pública en este país, junto con el deterioro de sus perspectivas económicas y la pérdida de credibilidad como consecuencia de las graves deficiencias detectadas en sus estadísticas, derivó en una situación de máximas dudas sobre la capacidad del Gobierno griego para refinanciar su deuda. Las autoridades del país se vieron obligadas a diseñar diversas medidas de ajuste fiscal, al tiempo que el Eurogrupo, la Comisión Europea, el BCE y el FMI avanzaban en el diseño de un mecanismo para apoyar esas medidas mediante la provisión de asistencia financiera, condicionada, a esta economía. Sin embargo, estas medidas no lograron reconducir la situación. Por el contrario, los bonos griegos siguieron perdiendo valor y esta tendencia comenzó a contagiarse a aquellas economías del área que estaban experimentando un mayor deterioro de sus cuentas públicas como resultado de la crisis.

El 23 de abril, el Gobierno griego solicitó formalmente la activación del programa de apoyo diseñado por el Eurogrupo, que atendió esta solicitud el 2 de mayo, mediante la aprobación, por unanimidad, de un programa de préstamos bilaterales de hasta 110 mm de euros en tres años (80 mm procedentes de los Estados miembros del área, y el resto, del FMI). Este plan está sujeto a una estricta condicionalidad y a un estrecho seguimiento, que se detallan en el recuadro 2 del «Informe trimestral de la economía española» del *Boletín Económico* de abril. Ese mismo día, y como parte de esa estricta condicionalidad, Grecia aprobó un ambicioso programa de ajuste fiscal y de reforma estructural, negociado de manera conjunta con el FMI, la Comisión Europea y el BCE, cuyo desarrollo será evaluado trimestralmente. Adicionalmente, y en consonancia con su evaluación favorable del plan de ajuste del Gobierno griego, el BCE decidió suspender la aplicación del requisito de una calificación crediticia externa mínima para la deuda griega.

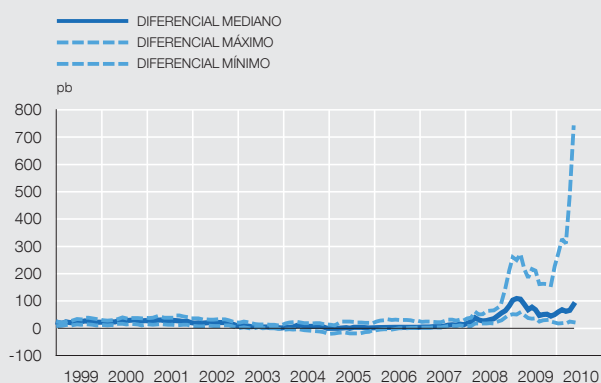
Tras un primer impacto positivo, la activación del plan de ayuda a Grecia se mostró insuficiente para detener el recrudecimiento de las tensiones, que siguieron extendiéndose hacia otros países miembros. En respuesta, el 10 de mayo, los Gobiernos se comprometieron a adelantar sus planes de consolidación presupuestaria y el ECOFIN anunció la creación de un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera, que podría movilizar recursos europeos por un vo-

Desde la creación de la Unión Monetaria Europea, las diferencias de rentabilidad entre los distintos bonos soberanos pertenecientes al área se habían mantenido en valores relativamente reducidos (véase gráfico 1). Con el inicio de las turbulencias financieras, a mediados de 2007, comenzaron a observarse diferenciales mayores, que se ampliaron notablemente durante el período de mayor inestabilidad financiera, tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Durante el año 2009 persistieron unos diferenciales soberanos relativamente elevados y en los últimos meses volvieron a precipitarse tensiones elevadas en los mercados de deuda pública del área, como consecuencia de la crisis griega y tras desvelarse graves deficiencias en las estadísticas, que enmascaraban una preocupante situación fiscal en dicho país. A finales de enero y principios de febrero de 2010, la rentabilidad de los bonos griegos a diez años llegó a elevarse hasta el 7%, mientras que la referencia alemana cotizaba en torno al 3,2%, y se disparó hasta superar el 12% el 7 de mayo, día previo a la aprobación por parte del ECOFIN y del BCE del paquete de medidas para preservar la estabilidad en la zona del euro que se comenta en el texto principal. Las tensiones repercutieron también sobre el resto de bo-

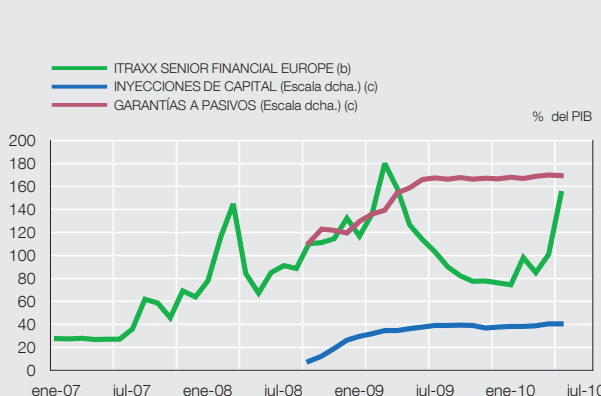
nos soberanos del área, aunque de forma desigual dependiendo del emisor, siendo los irlandeses y los portugueses, después de los bonos griegos, los que más valor perdieron —con rentabilidades que llegaron al 6% en la deuda a diez años—, seguidos de los italianos y los españoles —donde los tipos se situaron por encima del 4%—.

En una unión monetaria, la distinta rentabilidad de los bonos públicos —a un mismo plazo— recoge primas de liquidez y de riesgo de crédito. Estas últimas reflejarían la remuneración exigida por los inversores por exponerse al riesgo de un evento de impago del bono, compensación que también puede aproximarse con el coste de los *Credit Default Swaps (CDS)*, instrumento financiero que permite el aseguramiento de dicho suceso. Como se ilustra en el gráfico 2, con la evolución de los CDS soberanos de los países del área —en relación con el CDS soberano alemán—, las primas por riesgo de impago explicarían, una gran parte de los diferenciales de rentabilidad frente a Alemania desde 2007. Estas primas dependerán tanto de la cantidad de riesgo soberano percibido por los inversores —y que estará relacionado con la solvencia del país— como del precio del riesgo —que

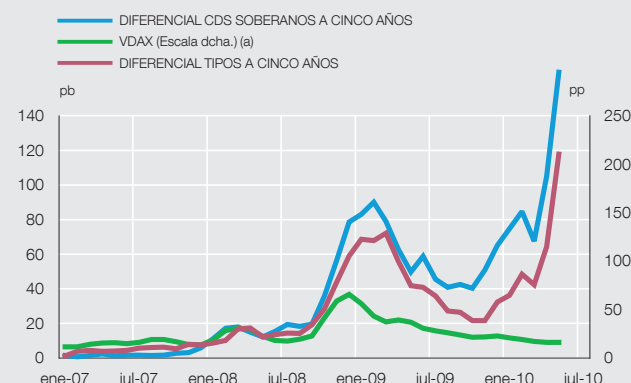
1 DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA EN LA UEM. BONOS A DIEZ AÑOS



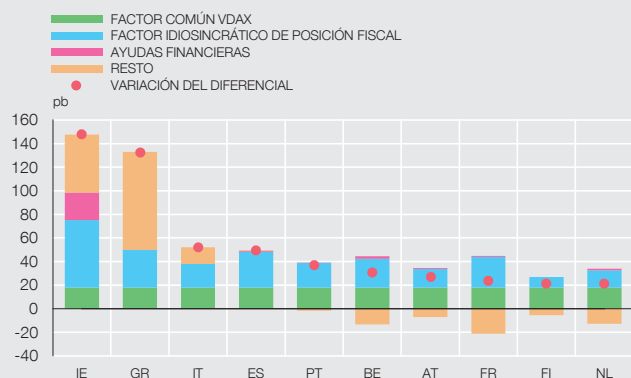
3 ITRAXX FINANCIERO Y LAS AYUDAS A LA BANCA



2 VDAX Y PROMEDIO DE DIFERENCIALES FRENTE A ALEMANIA



4 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DE LOS DIFERENCIALES SOBERANOS (JUN-2007 NOV-2009) (d)



FUENTES: Comisión Europea, Datastream, Markit Economics y Banco de España.

- a. VDAX es la volatilidad o banda de fluctuación esperada del índice bursátil alemán DAX durante los próximos 30 días.
- b. ITRAXX senior financiero Europe es un índice de primas de CDS —contratos de seguro del riesgo de crédito— de 25 entidades financieras europeas.
- c. Estimación del volumen de ayudas públicas de los países del área, excluyendo saneamientos de activos.
- d. Sobre la especificación del modelo, véase nota al pie del texto.

vendrá determinado por la predisposición de los inversores a asumir riesgos—.

Así, desde 2007, una parte de los diferenciales debe reflejar el incremento del precio del riesgo, en un contexto global de elevada incertidumbre, particularmente desde la quiebra de Lehman Brothers. Ante una situación de inestabilidad sin precedentes, los inversores demandaron una mayor compensación por asumir riesgos, lo que afectó en mayor medida a los países con posiciones fiscales más débiles. Por esta misma razón, la estabilización financiera que se inició en la primavera de 2009 con carácter global, que condujo los niveles de volatilidad hasta registros próximos a los de finales de 2007, repercutió favorablemente sobre los diferenciales de deuda soberana en la UEM.

Pero, además, el incremento de las primas debe también reflejar un cambio en la percepción del riesgo soberano de los países del área. Así, la crisis ha supuesto un rápido deterioro en la situación fiscal de los países y el despliegue masivo de ayudas públicas al sistema bancario también ha expuesto la posición fiscal de los Estados a las posibles fragilidades de las entidades financieras¹ (véase gráfico 3). Todo ello condujo a que varios países del área sufrieran rebajas en su calificación crediticia durante 2009. En el caso de Grecia, su nota crediticia fue rebajada en dos ocasiones por Fitch y S&P, hasta situarla en BBB+, mientras que Moody's la redujo un escalón, hasta A2 (equivalente a A). Irlanda perdió la calificación AAA que le tenían asignada las tres agencias, hasta el nivel AA— en el caso de Fitch. Finalmente, S&P rebajó el *rating* de España un escalón, hasta AA+, y el de Portugal hasta A+. La propagación de las tensiones en la primavera de 2010 condujo a nuevas rebajas de la calidad crediticia en Portugal y en España, y sobre todo en Grecia, donde S&P retiró el grado de inversión a la deuda griega, asignándole una calificación BB+.

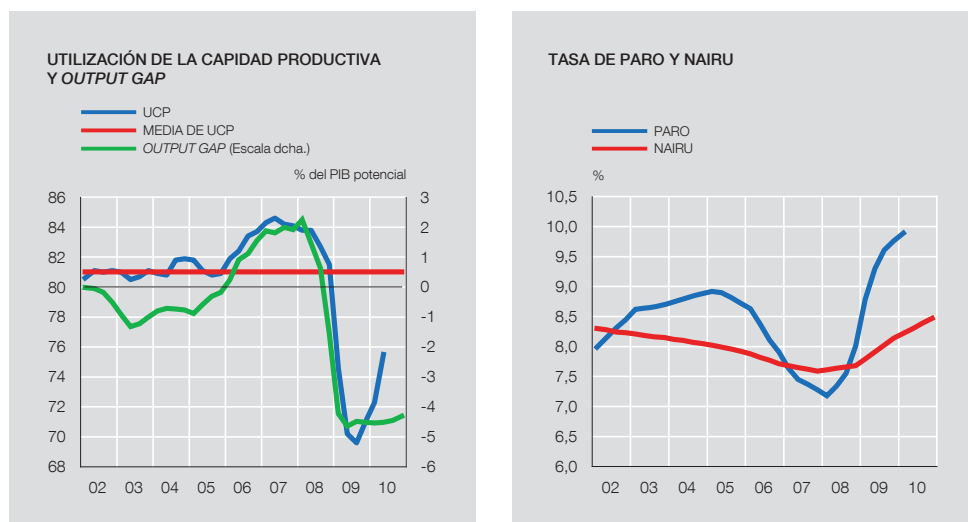
Para ilustrar de forma sintética la relevancia de los determinantes, en el gráfico 4 se presenta una descomposición de la variación de los diferenciales soberanos a diez años desde mediados de 2007 y a partir de un modelo sencillo de regresión². El ejerci-

cio solo abarca hasta noviembre de 2009, por la información disponible a la fecha de cierre del Informe. Como se observa, durante este período el incremento de los diferenciales frente al Bund alemán fue generalizado por países, si bien muy diferente en su magnitud. En primer lugar, se identifica un factor común global de mayor riesgo, que habría impulsado al alza las rentabilidades, y que ha sido aproximado por la volatilidad implícita del índice bursátil germano o VDAX. No se obtiene, sin embargo, un papel relevante para la liquidez —posiblemente, por las dificultades para aproximar este concepto en dicho marco de análisis—, aunque el factor común podría estar en parte incorporando la presencia de mayores primas de liquidez en un momento de mayor incertidumbre. Se obtiene una contribución positiva de los factores idiosincráticos asociados a la posición fiscal de los países. Por último, el volumen de ayudas públicas al sector bancario habría desempeñado un papel determinante solamente en el caso de Irlanda³. La presencia, no obstante, de un elevado componente no explicado en los casos de Grecia e Irlanda podría indicar comportamientos no lineales de los diferenciales y, en el caso de Grecia, los problemas de credibilidad que se habían revelado.

Por tanto, la evolución de los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana en la UEM durante la crisis, y particularmente en la primavera de 2010, ilustra cómo los inversores pueden mostrar una enorme sensibilidad a posiciones fiscales debilitadas, una reacción que se exacerba en momentos de inestabilidad global y que conlleva riesgos financieros notables. La persistencia de unas primas de riesgo elevadas se iría trasladando al coste de la deuda cuando los Gobiernos la refinancien, lo que dificultará los planes de consolidación fiscal. El incremento del pago por intereses iría también en detrimento de una composición del gasto público que favorezca el crecimiento potencial de la economía. Todo ello refuerza la importancia de que los Gobiernos salvaguarden la estabilidad fiscal en el medio plazo. Asimismo, como resultado de la crisis, los inversores tenderán a adoptar actitudes más cautas ante los riesgos, en un momento en el que una parte de estos se está trasladando desde el sector privado hacia el sector público. En estas condiciones, cabe anticipar un mayor grado de discriminación en los mercados de deuda pública y, por tanto, unas condiciones particularmente desfavorables para los títulos de los Estados que no adopten estrategias creíbles de consolidación con la urgencia que la situación requiere.

1. Las ayudas al sistema financiero no tienen en su mayoría un reflejo en las cifras de déficit y deuda pública. Esto se debe a la naturaleza de estas medidas —por ejemplo los avales públicos solamente generan pasivos contingentes— y, en algunos casos, su instrumentación a través de empresas clasificadas fuera del sector público. 2. Se trata de una regresión lineal de los diferenciales soberanos de diez países del área frente al Bund alemán con datos desde junio de 2007 hasta noviembre de 2009. Como variables explicativas se emplean el VDAX — para aproximar el factor común global de incertidumbre — y los factores idiosincráticos que recogen las proyecciones de déficit y deuda pública de la Comisión Europea (interaccionadas con el VDAX para captar la mayor relevancia de la posición fiscal en momentos de inestabilidad. Se incluye una variable de liquidez aproximada por el peso en la UEM de las emisiones a largo plazo del país. Todas las variables se expresan en relación a la correspondiente alemana.

3. Gran parte del incremento de los diferenciales soberanos se produjo con el anuncio de los planes de rescate financiero. Irlanda es el país con una exposición considerablemente superior, debido a que el Gobierno aprobó en septiembre de 2008, y por un período de dos años, una garantía sobre el pasivo de los principales bancos, lo que inicialmente suponía unos pasivos contingentes cercanos al 200% del PIB.



FUENTES: Comisión Europea y OCDE.

lumen de hasta 500 mm de euros (más de un 5,5% del PIB de la UEM), cantidad que se complementarían con financiación adicional del FMI y que, como en el caso del plan de apoyo a Grecia, estaría sujeto a una estricta condicionalidad. Asimismo, para restaurar el normal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, el BCE decidió realizar intervenciones neutralizadas en los segmentos disfuncionales de los mercados de deuda pública y privada a través de un Programa para los Mercados de Valores, reforzar la provisión de liquidez durante mayo y junio mediante la reactivación de algunas de las medidas adoptadas en su momento en relación con las operaciones de subasta a tres y seis meses y, en coordinación con otros bancos centrales, reactivar las operaciones de provisión de liquidez en dólares.

4 Perspectivas y retos de política económica

Las previsiones disponibles apuntan a un período de recuperación débil y gradual, con baja inflación, de modo que se tardará en recobrar los niveles de producción previos a la crisis

Las previsiones disponibles apuntan a un período de crecimiento moderado y vacilante, con inflación reducida en los primeros trimestres de 2010. La demanda interna permanecería débil, dado el elevado grado de holgura existente en la economía (baja utilización de la capacidad instalada y alto desempleo), el reducido nivel de los márgenes y el progresivo desvanecimiento del impulso de las políticas aplicadas, en un contexto en el que los balances de entidades financieras, empresas y, en algunos casos, familias presentan aún fragilidades y las Administraciones Públicas se enfrentan, en algunos países, a la necesidad de acometer con cierta urgencia medidas ambiciosas de consolidación fiscal (véase gráfico 4.7). Este carácter poco vigoroso de la recuperación de la actividad, junto con la infrautilización de la capacidad instalada y la moderación de los salarios que cabría esperar dada la atonía del mercado de trabajo, facilitará que la inflación se mantenga en niveles reducidos. En todo caso, estas previsiones están sujetas a un elevado nivel de incertidumbre: por un lado, por la existencia aún de vulnerabilidades cuya evolución puede determinar el ritmo de salida de la crisis; por otro, porque ese ritmo dependerá también crucialmente de cómo afronten las autoridades económicas los retos a los que se enfrentan.

En el ámbito financiero, los bancos se siguen enfrentando a un proceso de reparación de los balances y de reestructuración del sector

En primer lugar, la crisis financiera internacional y la recesión económica han afectado con severidad al sistema bancario, cuyas entidades, como han venido manifestando el BCE y el FMI, siguen expuestas a posibles pérdidas ante la previsible materialización del riesgo de crédito en sus carteras. Además, el sistema bancario, todavía muy dependiente de las ayudas públicas recibidas, estará sujeto a cambios regulatorios y a un redimensionamiento del sector.

Hasta ahora, el ajuste del balance de los bancos ha discurrido fundamentalmente a través de la reducción de sus activos exteriores y de las posiciones interbancarias. No obstante, no se puede descartar completamente que, si el proceso continúa, termine afectando a la oferta de financiación bancaria y, por tanto, al ritmo de la recuperación.

El exceso de capacidad instalada restará pulso a la inversión y la situación del mercado de trabajo dificultará una rápida recuperación del consumo

Por otra parte, la crisis generó un elevado exceso de capacidad instalada, que tenderá a retrasar la necesidad de nuevas inversiones, mientras que el redimensionamiento necesario en algunos sectores productivos —como el del automóvil, la construcción o el sector financiero— puede seguir repercutiendo negativamente no solo sobre la demanda de trabajo, sino también sobre la oferta, que necesitará adquirir la formación adecuada para mejorar su empleabilidad en los sectores más dinámicos. Además, el previsible restablecimiento de las jornadas laborales plantea dudas sobre el verdadero dinamismo del empleo durante la fase de recuperación recién comenzada. Estas desfavorables perspectivas del mercado laboral y las pérdidas acumuladas de riqueza podrían traducirse en un ahorro por motivo precaución mayor que el esperado.

La actuación de los Gobiernos y del BCE será primordial para determinar el ritmo de salida de la crisis

En esta situación, la robustez de la recuperación dependerá crucialmente de la habilidad de los Gobiernos de la UEM y del BCE para articular convenientemente el ritmo de retirada de las medidas excepcionales adoptadas y para instrumentar con la debida diligencia aquellas otras necesarias para garantizar la estabilidad financiera del área, minimizar el riesgo de una recaída de la actividad e impulsar un mayor crecimiento potencial.

4.1 LA POLÍTICA MONETARIA

El proceso de retirada gradual de algunas de las medidas extraordinarias se moduló en la primavera de 2010, manteniéndose una política de provisión de liquidez muy generosa

La progresiva normalización financiera y la mejora de las perspectivas económicas a lo largo de 2009 permitieron que el Eurosistema, con objeto de prevenir las distorsiones en los mercados que podrían generarse si se mantuvieran las medidas extraordinarias más allá de lo preciso, comenzara a retirar aquellas que ya no eran necesarias, pero manteniendo una política generosa de provisión de liquidez. Así, tras celebrarse la tercera y última operación de financiación a un año en diciembre, las inyecciones a seis meses no se prorrogaron después de la de marzo del presente ejercicio. Posteriormente, el Consejo del BCE decidió que a partir del segundo trimestre de 2010 las operaciones regulares de refinanciación a tres meses volverían al procedimiento habitual de tipo variable, mientras que las subastas semanales y las especiales a un mes continuarán realizándose a tipo fijo y con adjudicación plena, al menos, hasta octubre.

Este proceso de paulatina desactivación de las medidas extraordinarias tuvo que modularse como resultado de las tensiones en los mercados derivadas de la crisis griega. El BCE decidió volver a reforzar la provisión de liquidez a tres y seis meses y retomar las operaciones en dólares, al tiempo que adoptó un programa de intervención en los segmentos de los mercados de deuda pública y privada cuya disfuncionalidad impedía el normal funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Estas intervenciones están siendo neutralizadas para que no afecten al tono de dicha política y no interfieran sobre las expectativas de evolución futura de los tipos de interés oficiales.

A medio plazo, el principal reto sigue siendo el mantenimiento de la estabilidad de precios, en un contexto de bajo crecimiento, pero de extraordinaria incertidumbre

Cuando se superen las tensiones, la estrategia de salida deberá ser retomada, con el objetivo de converger hacia un marco operativo que recoja las enseñanzas de la crisis; y, en este sentido, el marco inicial constituye una buena referencia, por la flexibilidad y robustez que ha demostrado.

Adicionalmente, la política monetaria tendrá que calibrar los riesgos para la estabilidad de precios, en un escenario de lento crecimiento y elevada incertidumbre, muy dependiente, por otro lado, de las actuaciones que se implementen en otros ámbitos de la política económica.

Más concretamente, no se pueden minusvalorar los riesgos de que la tendencia hacia la normalización del sistema financiero todavía en marcha se pueda ver interrumpida por tensiones ocasionales que dificulten atender las mayores demandas de crédito que se originarán cuando se afiance la recuperación de la actividad. Pero, sobre todo, la experiencia reciente en Grecia ilustra la severidad de los problemas que se derivarían de un compromiso insuficiente de los Gobiernos con la necesaria consolidación fiscal.

4.2 LA CONSOLIDACIÓN PRESUPUESTARIA Y LA SOSTENIBILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Para restablecer la solidez de las finanzas públicas serán necesarias mejoras sostenidas de los saldos estructurales durante los próximos años

A finales de 2009, el ECOFIN aprobó una hoja de ruta para los procesos de consolidación fiscal de los países de la UE y para la corrección de los déficits excesivos

Los Programas de Estabilidad iniciales revelaban diferencias sustanciales en la estrategia de consolidación fiscal de los países del área

La política fiscal se enfrenta al reto de implantar planes de consolidación presupuestaria que garanticen unas finanzas públicas saneadas a medio plazo y que generen el margen de manobra necesario para hacer frente a futuras crisis y a las implicaciones del envejecimiento de la población. Al comienzo de la recuperación, la incertidumbre sobre la capacidad de la economía para sostener el crecimiento, una vez que se retirasen las medidas de estímulo de la demanda y de soporte del crédito, recomendaba modular con prudencia el necesario recorte del gasto o los aumentos impositivos. Pero el reciente episodio de tensión en los mercados de deuda europeos generado por la crisis griega ha puesto de manifiesto una sensibilidad creciente hacia la situación presupuestaria de algunos países que aconseja acelerar el diseño y, en algunos casos, la implementación de planes de consolidación fiscal suficientemente ambiciosos.

El consejo de ministros de la UE tuvo presentes estas consideraciones a la hora de establecer los principios básicos que debería seguir el proceso de consolidación fiscal en los próximos años. En particular, en diciembre de 2009 se acordó que el ajuste debería iniciarse con carácter general en 2011 y que estaría condicionado a la situación de cada país. Asimismo, en el marco de Pacto de Estabilidad y Crecimiento se estableció el año 2013 como plazo límite para la corrección de los déficits excesivos en la mayoría de los casos, salvo para Irlanda y Grecia (2014) y Bélgica e Italia (2012). El ajuste estructural anual que cada país deberá realizar en promedio durante el período de corrección establecido se sitúa entre los 0,5 pp exigidos a Alemania e Italia y los casi 3 pp de Grecia.

A principios del presente año, todos los países de la Eurozona presentaron ante la Comisión Europea sus respectivos Programas de Estabilidad. La evaluación realizada por la Comisión a finales de marzo reconocía el esfuerzo en la respuesta de los Estados miembros, pero expresaba determinadas reservas. En particular, alertaba de que las proyecciones fiscales de la mayoría de los programas estaban basadas en escenarios macroeconómicos relativamente favorables y, al mismo tiempo, pedía un mayor detalle de las medidas concretas que los Gobiernos planean adoptar.

Según estos Programas, en 2010 la política fiscal del área del euro seguirá contribuyendo a sostener la recuperación económica y el déficit podría ascender hasta casi el 7% del PIB, si bien existen diferencias notables en la estrategia de salida fiscal de los distintos países del área. Así, en Alemania las rebajas de impuestos y el resto de las medidas acordadas suponen un estímulo de magnitud similar al realizado en 2009 (2 pp del PIB), y en Francia también se han introducido iniciativas de impulso de la inversión. Por el contrario, Irlanda, Portugal, Grecia y España implementaron a comienzos de año planes de ajuste fiscal que en los tres últimos casos se intensificaron en mayo, en un contexto de enorme inestabilidad generada por la crisis de Grecia. El programa español y su reforzamiento posterior se explican con detalle en el capítulo 5 de este *Informe Anual*.

Grecia, por su parte, y a instancias del requerimiento del Consejo ECOFIN, presentó a principios de marzo medidas presupuestarias adicionales, cuantificadas en un 2% del PIB griego, y el 2 de mayo aprobó un nuevo paquete de ajuste fiscal con el objetivo de reducir el déficit en 5 pp del PIB en 2010, situándolo por debajo del 3% en 2014. Los avances en la ejecución de

este plan se encuentran sujetos a un seguimiento estricto por parte del FMI y de la CE, con carácter trimestral.

Y todavía muchos países tienen pendiente el diseño de su estrategia de consolidación

En los años posteriores, en cambio, el ajuste tendrá un carácter más generalizado si se cumplen los compromisos establecidos, que plantean una reducción gradual del déficit en el conjunto de la UEM, hasta situarlo por debajo del 3% en 2013. Pero la mayoría de los países tienen pendiente la tarea ineludible de diseñar cuanto antes medidas ambiciosas y creíbles de consolidación fiscal, que eviten que las crecientes necesidades de financiación presionen al alza los tipos de interés a largo plazo, obstaculizando la recuperación de la inversión y del consumo privado.

Los posibles efectos negativos sobre el crecimiento a corto plazo se atenuarán si las medidas son suficientemente ambiciosas y se acompañan de otras reformas estructurales

La implementación de estos planes podría tener un impacto negativo sobre la demanda agregada de la economía, que se verá atenuado si la mayor disciplina presupuestaria contribuye a reducir las primas de riesgo soberano y los tipos de interés de la deuda pública. En este sentido, la experiencia pasada revela la existencia de algunos episodios donde los efectos de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico fueron limitados (véase recuadro 4.2).

Adicionalmente, en un escenario como el actual, caracterizado por un crecimiento potencial reducido, la implementación de un ajuste estructural sostenido puede resultar más compleja que en episodios pasados. Por ello es importante, en primer lugar, que la consolidación se realice teniendo en cuenta el impacto de las medidas sobre la oferta de la economía (en particular, los posibles desincentivos al empleo y al ahorro que conllevan algunos impuestos y los efectos del gasto público en innovación y en educación). Pero también será esencial acompañar esas medidas de otras reformas complementarias. Entre ellas, la de los sistemas de pensiones y de seguridad social para atenuar las implicaciones de los cambios demográficos sobre las previsiones de gasto. Y, sobre todo, las directamente dirigidas a elevar el crecimiento potencial de la economía y a garantizar la estabilidad financiera del área.

4.3 OTRAS POLÍTICAS DE REFORMA ESTRUCTURAL

La crisis ha podido tener un impacto negativo importante sobre el crecimiento potencial de las economías de la zona del euro...

No es impensable que la crisis económica haya reducido la capacidad productiva de la zona del euro. El estrangulamiento de la inversión, la mayor incertidumbre asociada a proyectos arriesgados como la innovación y la pérdida de capital humano ligada a los elevados niveles de desempleo pueden fácilmente derivar en una disminución persistente del nivel del producto potencial. Existen, de hecho, estimaciones que sitúan esa contracción próxima al 4% al cabo de cinco años.

... cuya duración e intensidad dependerá de las políticas económicas que se adopten

Para reducir la magnitud y la persistencia de este impacto, es preciso introducir iniciativas que fomenten la capacidad de las economías para crear nuevas oportunidades de negocio y garanticen la flexibilidad necesaria para reasignar los recursos hacia esos segmentos de mercado, al tiempo que se eliminan las medidas de soporte de determinados sectores que pueden retrasar el ajuste, distorsionando las condiciones de competencia del mercado único (véase cuadro 4.2). Solo así se logrará que la recuperación alcance un dinamismo autónomo y sostenido cuando desaparezcan los efectos de las políticas transitorias de estímulo.

La mejora del mercado de trabajo mediante la formación de los desempleados, la formación continua y la educación de los jóvenes...

Hasta el momento, el aumento del paro se concentra especialmente en países que han estado sujetos a una intensa reestructuración sectorial y/o que presentan una elevada segmentación del mercado de trabajo. Pero, incluso en aquellos países donde la destrucción de empleo está siendo más moderada, se aprecia la existencia de colectivos en los que la incidencia de la crisis ha sido muy virulenta, como los trabajadores temporales, los jóvenes y los trabajadores de baja cualificación.

Durante los próximos años, los países europeos deberán llevar a cabo un ajuste muy exigente de sus desequilibrios presupuestarios, que en algunos casos ya ha comenzado. Aunque hay un amplio consenso en torno a los beneficios de la consolidación fiscal a medio y largo plazo, sus efectos en el corto plazo están sometidos a mayor incertidumbre.

La literatura sobre las experiencias de consolidación fiscal pasadas revela la existencia de numerosos episodios donde los efectos sobre el crecimiento de la actividad a corto plazo han sido reducidos o incluso positivos. Los ejemplos más estudiados son los procesos de consolidación llevados a cabo en Dinamarca (1983-1986) y en Irlanda (1987-1989), que vinieron acompañados de una reanimación significativa del crecimiento económico¹.

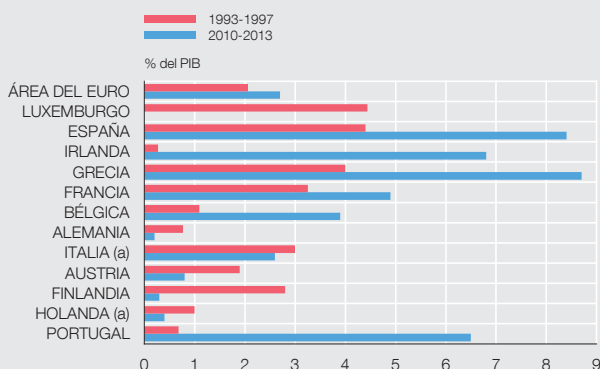
Otros trabajos sugieren que estos resultados no se circunscriben exclusivamente a las economías pequeñas: por ejemplo, Giudice et ál. (2007) comprueban que aproximadamente la mitad de los procesos de consolidación llevados a cabo por los países de la UE en los últimos treinta años ha venido acompañada de un crecimiento elevado, en comparación con los períodos previo y posterior².

Pero la consolidación nunca había tenido un carácter tan global, ni tan exigente; y, por tanto, resulta cuestionable trasladar esas experiencias a la situación actual. Un episodio próximo es el que registraron los países europeos durante los años 1993-1997, cuando el cumplimiento de los criterios de convergencia exigidos para la en-

1. Véase Giavazzi y Pagano (1990), *Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries*, NBER Macroeconomic Annual, 5, pp. 75-111.

2. G. Giudice, A. Turrini y J. in't Veld (2007), «Non Keynesian fiscal adjustments? A close look at expansionary fiscal consolidations in the EU», *Open Economic Review*, 18, pp. 613-630.

ESFUERZO DE CONSOLIDACIÓN FISCAL
Reducción del saldo primario ajustado de ciclo



1 IMPACTO DEL CONSUMO PÚBLICO SOBRE EL CONSUMO PRIVADO EN LA ZONA DEL EURO

Ecuación estimada con datos de panel para el período 1982-2008

Variables explicativas	ECUACIÓN 1		ECUACIÓN 2	
	Coef.	t-estad.	Coef.	t-estad.
Constante	0,00	0,4	0,00	0,5
Variación consumo privado en t-1	0,09	2,7	0,09	2,6
Variación PIB	0,73	18,4	0,73	18,4
Variación consumo público (DCP)	0,06	1,8	--	--
Dummy consolidación * DCP	--	--	-0,01	-0,2
Dummy no consolidación * DCP	--	--	0,07	2,0
Observaciones	286		286	

2 LA CONSOLIDACIÓN FISCAL EN EL PERÍODO 1993-1997

	UEM	Alemania	Francia	Italia	España	Grecia	Irlanda	Portugal	Finlandia	Bélgica	Holanda	Austria	Japón	Estados Unidos	Reino Unido
Saldo presupuestario	3,1	0,4	3,1	7,4	3,9	6,0	4,1	4,2	7,0	5,2	1,6	2,4	-1,7	4,1	5,8
Saldo estructural	2,2	0,1	3,2	6,3	3,9	6,2	1,5	4,2	2,8	4,2	0,7	2,2	-1,9	3,4	4,3
Gasto público	-2,8	0,1	-0,8	-6,1	-7,3	-1,5	-8,0	-2,3	-8,5	-3,7	-8,2	-2,7	-1,0	-2,7	-4,5
Consumo público	-0,7	-0,2	-0,2	-1,7	-1,6	3,2	-2,6	0,7	-1,9	0,1	-1,7	-0,5	1,5	-1,7	-2,0
Inversión pública	-0,6	-0,9	-0,6	-0,4	-1,1	0,3	0,3	0,7	0,3	-0,4	-0,3	-1,3	-0,5	0,1	-0,9
Ingresos públicos	0,3	0,5	2,3	1,3	-3,4	4,5	-3,8	1,8	-1,5	1,5	-6,6	-0,4	0,1	1,5	1,3
Impuestos directos	0,2	-0,3	1,3	0,1	-0,1	1,9	-0,9	0,9	2,8	1,3	-3,9	1,0	-1,5	1,8	1,0
Impuestos indirectos	0,5	0,0	1,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,7	-0,2	0,8	0,2	-0,4	0,4	-0,2	0,8
Deuda pública	8,5	13,8	13,0	2,4	8,1	3,5	-30,4	-0,2	-1,5	-12,0	-10,3	3,5	28,6	-4,6	5,2
Crecimiento promedio del PIB	1,7	1,3	1,4	1,4	2,1	1,7	7,6	2,2	3,3	2,0	3,0	1,9	1,4	3,6	3,1
Diferencial respecto al promedio 1980-2009	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0	-0,4	0,6	-0,1	0,5	-0,2	-0,7	0,6	0,7

FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

a. 2010-2012.

trada en la UEM trajo consigo una consolidación fiscal generalizada y de magnitud muy elevada. En concreto, durante esos años la corrección del saldo primario ajustado de ciclo en los países de la zona del euro fue del 2,2% del PIB (3,1% si se emplea el saldo total). Esta cifra es solo algo inferior a la reducción del déficit primario ajustado de ciclo del 3% del PIB (4% en términos del saldo total) que los países de la UEM deberán afrontar en promedio durante los años 2010-2013, para situar el déficit por debajo del 3% en los plazos acordados en el marco del PEC, tal y como se desprende de los Programas de Estabilidad y Crecimiento presentados a finales de enero de 2010. No obstante, entre ambos períodos existen notables diferencias en términos de nivel de los tipos de interés o grado de holgura en la economía. Tanto entonces como ahora, el esfuerzo de consolidación es muy diferenciado por países (véase gráfico adjunto).

Como se aprecia en el cuadro 2, pese al carácter generalizado e intenso de la consolidación fiscal, en esos años el crecimiento del PIB fue solo ligeramente inferior al observado en el promedio de los años 1980-2009. Incluso en Irlanda, Finlandia y Holanda fue superior al promedio histórico. Sin duda alguna, este resultado refleja la influencia de otros muchos factores, como la mejora en las condiciones de financiación que tuvo lugar en ese período o, en algunos casos, el impacto de las devaluaciones de principios de los noventa. Pero, al menos, las cifras sugieren la ausencia de un impacto negativo notable sobre el crecimiento económico.

La composición de los planes de consolidación en ese período podría haber influido en este resultado, ya que, aunque la evidencia empírica disponible no es unánime, hay diversos trabajos que muestran que la probabilidad de que se produzca esta circunstancia aumenta si la consolidación se basa en el recorte del gasto público primario, tal y como sucede en esos años en casi todos los países, con la excepción de Grecia. También hay evidencia de que estos episodios son más probables cuando vienen precedidos de una crisis fiscal, con elevados niveles de deuda pública.

Para contrastar la magnitud y el signo de los efectos macroeconómicos asociados a los episodios de consolidación fiscal, una estrategia habitual en la literatura consiste en estimar una ecuación para el consumo privado, como la que se presenta en el cuadro 1, en la que, además de las variables habituales de renta interna, se incorporan variables fiscales. A partir de esta, se introducen variables ficticias asociadas a los episodios de consolidación fiscal, que interactúan con las variables fiscales, para contrastar si el impacto de estas últimas sobre el consumo privado varía en los episodios de

consolidación³. La elección del consumo privado se justifica no solo por la importancia de esta variable en el PIB, sino también porque desde un punto de vista teórico los episodios de consolidación fiscal que tienen un impacto reducido sobre el crecimiento económico se basan en la existencia de agentes con expectativas racionales, que anticipan que la mejora actual del saldo presupuestario vendrá acompañada en un futuro de una reducción de impuestos —y de sus efectos distorsionadores— y, en consecuencia, no modifican sus decisiones de consumo ante cambios en las variables fiscales.

En la primera columna se presenta la ecuación estimada para el período 1982-2008. En media del período, la elasticidad de corto plazo del consumo privado es pequeña (alrededor de 0,06) y significativa al 90% de confianza. No obstante, la segunda columna muestra que este parámetro no resulta significativo cuando restringimos su cálculo a episodios de consolidación fiscal. Es decir, el impacto negativo de una disminución del consumo público sobre el consumo privado desaparece en tiempos de consolidación fiscal.

En definitiva, la experiencia de los años 1993-1997 y la evidencia econométrica que se presenta en este recuadro apuntan a la existencia de episodios de consolidación fiscal que han podido tener un impacto moderado sobre el crecimiento económico en el corto plazo. Con todo, hay que extremar la cautela a la hora de trasladar las experiencias pasadas a la situación actual, ya que los efectos de la política fiscal dependen de muchos factores, como la situación económica y financiera del país, la composición de los planes y, muy especialmente, el impacto sobre las expectativas de los agentes y sobre las primas de riesgo soberano de los compromisos de consolidación fiscal. De hecho, los costes a corto plazo podrían atenuarse si los ajustes resultan creíbles y contribuyen a reducir las primas de riesgo soberano y los tipos de interés de la deuda pública. Otra cautela de este análisis proviene del hecho de que los episodios de consolidación fiscal que finalmente pueden llevarse a cabo no suelen venir acompañados de contracciones importantes de la actividad, ya que supondría un posible riesgo de abandono de dichos planes.

3. La ecuación se estima con datos de panel (efectos fijos) para los países de la UEM (12) durante el período 1982-2008. Todas las variables se encuentran en logaritmos y en términos per cápita. Se probó también a introducir la tasa de paro y los tipos de interés real, sin que resultaran significativos. También se probó a estimar la ecuación incluyendo la renta de la OCDE, sin que se modificaran las conclusiones que aquí se discuten. Por otra parte, se presentan solo los resultados que se obtienen al estimar la ecuación con el consumo público entre las variables fiscales, ya que los impuestos netos no resultaron significativos.

	2000		ÚLTIMO DATO		ÚLTIMO DATO
	UEM	UEM / EEUU EEUU = 100	UEM	UEM / EEUU EEUU = 100	
PIB PER CÁPITA Y COMPONENTES					
PIB per cápita (1.000 € corrientes en ppc)	21,4	70,2	25,6	69,6	2009
Población 15-64 / Población total	67,2	101,6	66,5	98,9	2009
Tasa de empleo	61,7	83,3	66,3	96,3	2009
Tasa de paro	8,3	207,5	9,4	101,1	2009
Productividad total de los factores	6,9	89,0	6,8	84,4	2009
NIVEL TECNOLÓGICO					
Gasto en I + D / PIB	1,8	67,4	1,9	69,2	2008
Gasto en I + D privado / PIB (UE 15) (a)	1,1	56,4	1,1	57,9	2008
Patentes triádicas por millón de habitantes	36,4	71,7	37,7	71,6	2007
Gasto en TIC per cápita	5,3	80,3	2008
Penetración de banda ancha	0,4	16,9	26,4	98,9	2009
Capital riesgo en las primeras fases de la inversión (UE 15)	0,1	24,8	0,0	45,8	2008
CALIDAD DEL CAPITAL HUMANO					
Gasto público en educación	4,5	77,7	5,0	100,2	2006
Gasto privado en educación	0,6	24,7	0,6	25,0	2006
<i>Población activa con estudios terciarios</i>	21,9	62,9	23,2	38,1	2007
<i>Población activa con estudios secundarios</i>	44,1	85,6	44,4	151,2	2007
<i>Población activa con estudios primarios</i>	33,4	243,5	31,4	330,5	2007
Graduados en ciencia y tecnología (UE 15)	10,0	103,1	12,8	124,3	2006
Aprendizaje continuo	5,4	...	8,4	...	2008
ENTORNO EMPRESARIAL (b)					
Coste de apertura de una empresa (% del PIB)	9,6	1.371,9	5,5	783,7	2010
Tiempo requerido para abrir una empresa (días)	46,3	772,4	15,9	264,3	2010
EFICIENCIA ENERGÉTICA					
Intensidad energética de la economía	174,6	80,6	162,1	85,5	2007
Electricidad generada por fuentes renovables (%) (UE 15)	14,6	...	22,0	...	2010

FUENTES: Eurostat, OCDE, Banco Mundial y Banco de España.

a. La serie gasto en I + D privado comienza en 2002.

b. Las series de entorno empresarial comienzan en 2004.

La formación de los desempleados para facilitar su transición hacia nuevos puestos de trabajo y evitar que el desempleo adquiera carácter estructural resulta, pues, fundamental. La formación continua y la mejora de la educación de los jóvenes permitirían aumentar la capacidad de estos colectivos para responder a las necesidades del mercado de trabajo, evitando que situaciones como la actual acaben reflejándose en un retroceso permanente de sus tasas de participación, con los consiguientes efectos negativos sobre el crecimiento potencial de la economía. Además, resulta oportuno revisar los sistemas de negociación colectiva, para atenuar la resistencia a la baja de los salarios en situaciones recesivas y permitir una mayor adaptación a las condiciones económicas de las empresas.

... la implementación plena de la Directiva de Servicios...

En los mercados de bienes y servicios, la implementación plena de la Directiva de Servicios podría contribuir a generar nuevas oportunidades de negocio y de empleo, al permitir la libertad de establecimiento y la libre prestación de servicios, y la puesta en funcionamiento de las denominadas «ventanillas únicas», para reducir los trámites administrativos de las empresas. La transposición de esta Directiva debería haberse completado a finales de 2009 y, aunque la Comisión Europea aún no ha realizado un diagnóstico completo del grado de transposición,

parece que esta se ha retrasado en algunos Estados miembros. Por otra parte, resulta conveniente profundizar en el progreso alcanzado en los años recientes en lo que se refiere a la reducción de cargas administrativas, que tienen una incidencia comparativamente mayor en las pequeñas y medianas empresas, las más afectadas por la crisis económica, y donde todavía hay un amplio margen de mejora.

... el desarrollo
de la innovación...

Otro de los elementos importantes en una estrategia de mejora de la capacidad potencial de la economía consistiría en promover la innovación, muy perjudicada por la elevada sensibilidad que tradicionalmente muestra al ciclo económico, así como por el aumento de los riesgos y la escasez de financiación que han caracterizado la situación reciente. La política de innovación ha estado muy orientada hacia el aumento del gasto público en I + D y hacia la introducción de deducciones y subvenciones para incrementar el gasto privado, y debería seguramente adquirir un carácter más integral, acompañando estas medidas de otras encaminadas a elevar el número de graduados en ciencia y tecnología, mejorar la protección de los derechos de la propiedad intelectual y el acceso a la financiación (a través, por ejemplo, del desarrollo de los fondos de capital-riesgo), y fomentar los proyectos de cooperación y cofinanciación entre los sectores público y privado.

... y la reforma del sistema
financiero son elementos
indispensables para lograr una
recuperación firme y sostenida

Por último, en el sector financiero los retos se centran, por un lado, en asegurar que el proceso de desapalancamiento del sistema bancario discurra por cauces ordenados y, por otro, en impulsar reformas regulatorias, coordinadas internacionalmente, que contribuyan a construir un sistema financiero global más seguro, pero que al mismo tiempo no impidan su desarrollo. En el recuadro 3.2 se revisan los principales desarrollos, a escala internacional, en este ámbito. En Europa se han realizado avances significativos hacia una nueva arquitectura supervisora, basados en las recomendaciones que contenía el denominado «Informe Larosière». En concreto, se han dado pasos importantes para la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés), que responde a la necesidad de articular un marco de supervisión de naturaleza macroprudencial, que permita identificar los riesgos para la estabilidad de los sistemas financieros. El ámbito microprudencial, orientado a la supervisión de entidades individuales, se reforzará asimismo con la red de autoridades supervisoras que se aglutinan en el Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS). La creación de estos organismos y el aumento de los requisitos de capital de las entidades financieras constituyen elementos esenciales para evitar que crisis de esta naturaleza se repitan en un futuro.

El fortalecimiento de la Agenda
de Lisboa, que se pretende
alcanzar con la Estrategia
EU-2020, supone un avance
en la dirección adecuada...

La Comisión Europea publicó el 3 de marzo su propuesta de Estrategia Europa 2020, planteada como renovación de la Estrategia de Lisboa, lo que supone el inicio del proceso que debe conducir a su aprobación por parte del Consejo Europeo a mediados de 2010. La Estrategia persigue la consecución de un crecimiento económico basado en el conocimiento y la innovación, eficaz en el uso de los recursos e integrador en términos sociales y territoriales. Para ello, se define un conjunto de objetivos específicos en el horizonte del año 2020, que incluyen un aumento de la ocupación y la inversión en I + D, una reducción de las emisiones de gases contaminantes, un descenso de los porcentajes de abandono escolar y de población sin estudios superiores, así como una disminución del riesgo de pobreza. La Estrategia Europa 2020 debería impulsar, de un modo más decidido que su predecesora, la implementación de las reformas estructurales que necesita Europa.

... y contempla también la
necesidad de mejorar el marco
institucional de gobernanza
económica europea

Una de las novedades de la Estrategia Europa 2020 es su atención al reforzamiento de la gobernanza y los procedimientos de vigilancia multilateral para asegurar que los compromisos se traduzcan en la acción eficaz sobre el terreno. La necesidad de fortalecer el marco institucional europeo —y, en particular, de mejorar la coordinación de las políticas económicas en el área del euro— ha sido, sin duda, una de las lecciones que se han de extraer de la reciente

crisis de la deuda pública griega. De hecho, a mediados de mayo la Comisión Europea presentó una propuesta que plantea reformas en tres áreas clave: el reforzamiento de los procedimientos de vigilancia de la evolución de la competitividad y de los desequilibrios macroeconómicos, estableciendo un marco sistemático para su diagnóstico; la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, para fortalecer su brazo preventivo, otorgar una mayor relevancia a la deuda pública y a los aspectos relacionados con la sostenibilidad de las finanzas públicas, y fortalecer los incentivos y mecanismos que garanticen un cumplimiento más estricto de los compromisos adquiridos; y, finalmente, también se plantea avanzar en el diseño de un mecanismo permanente de resolución de eventuales crisis futuras, en el que, como no podría ser de otro modo, cualquier decisión de apoyo financiero estaría sujeta a un principio de condicionalidad estricta.

La economía española

La recesión que se inició en España a mediados de 2008 continuó en 2009, con especial virulencia en el primer semestre, para después ir perdiendo intensidad. Con todo, en el conjunto del año el descenso del PIB fue sustancial, del 3,6%. Como se presenta en la parte superior del gráfico 5.1, el retroceso de la actividad no fue distinto del que se registró en la zona del euro, aunque sí lo fue su composición. En el caso español, la caída de la producción vino de la mano de una contracción muy significativa de la demanda nacional, superior al 6%, que fue menos acusada en la UEM; por el contrario, la demanda exterior neta amortiguó en el caso español el impacto de la demanda nacional en el PIB, con una aportación positiva muy notable, de 2,8 puntos porcentuales (pp) del PIB, al contrario que en la zona del euro, donde la crisis del comercio exterior en 2009 condujo a una contribución negativa de ese sector.

La intensidad de esta recesión ha sido superior a la de crisis anteriores. Como se observa en la parte central del gráfico 5.1, el PIB se contrajo en 2009 a unas tasas más pronunciadas que en la recesión de la primera mitad de los años noventa. Esto ha supuesto la aparición de una brecha de producción muy significativa, aunque no más elevada que la de la anterior recesión, en parte porque, como se analiza en el capítulo 2 de este Informe, también la capacidad de crecimiento de la economía española se ha visto dañada por la crisis, al contraerse la inversión y aumentar muy rápidamente la tasa de paro.

Los dos componentes que han presentado una evolución más desfavorable en comparación con ciclos similares han sido, probablemente, el consumo privado y la inversión en vivienda, aunque, como en el caso del PIB, los dos han pasado ya su mínimo cíclico e, incluso, el consumo privado ya ha empezado a experimentar tasas positivas desde finales de 2009. Las exportaciones netas han realizado, por el contrario, una mayor aportación al crecimiento que en 1992 y 1993, pese a que, en esta ocasión, no se ha contado con el impulso que entonces supusieron las devaluaciones del tipo de cambio. También es cierto que esa aportación positiva se ha debido a la fuerte contracción de las importaciones, resultado de la extrema debilidad de la demanda nacional, ya que las exportaciones sufrieron las consecuencias del derrumbe de los mercados internacionales. El descenso de la actividad se ha trasladado con gran intensidad al empleo, que ha mostrado una caída muy severa, dando lugar a un voluminoso incremento de la tasa de paro, y ha conducido a una desaceleración sin precedentes de la tasa de inflación, que en 2009 se situó por debajo de la de la zona del euro por primera vez desde el comienzo de la Unión Monetaria. En particular, el crecimiento interanual del IPSEBENE ha venido descendiendo paulatinamente, desde tasas por encima del 3% en 2008 hasta ritmos interanuales cercanos a cero a comienzos de 2010.

En los primeros meses de 2010 ha proseguido la gradual mejora de la actividad, con un pequeño incremento del PIB en el primer trimestre (0,1%), el primero tras seis trimestres de descensos consecutivos, y se ha observado un repunte de la inflación, aunque este se ha debido, sobre todo, al encarecimiento del petróleo. Las perspectivas de la economía española apuntan a una recuperación relativamente lenta de la actividad, de modo que, aunque el PIB ha empezado a mostrar tasas de avance positivas, la brecha de producción seguirá siendo negativa en los próximos trimestres, lo que indica la dificultad para movilizar los recursos productivos disponibles y sugiere el mantenimiento de unas tasas de inflación moderadas. Además, como se ha analizado en los capítulos 1 y 2 de este Informe, la realización de algunas reformas estructurales podría acelerar la recuperación, facilitando la utilización de los recursos ociosos y contrarrestando el impacto negativo de la crisis sobre la capacidad de crecimiento de la economía.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

1 Las condiciones monetarias y financieras

Los costes de financiación del sector privado se han reducido, pero el resto de condiciones crediticias siguen siendo más restrictivas que al inicio de la crisis financiera

Los tipos de interés de la deuda pública española también son reducidos, si bien en los últimos meses han sufrido los efectos de las tensiones en los mercados de deuda soberana

Prosigue la caída de la riqueza neta de las familias

El saldo de crédito a las familias se encuentra estabilizado y el de las sociedades se contrae, a pesar de lo cual las ratios de endeudamiento apenas se reducen

2 Las políticas económicas

2.1 LA POLÍTICA FISCAL

Frente a la recesión, la política fiscal en 2009 mantuvo una orientación muy expansiva

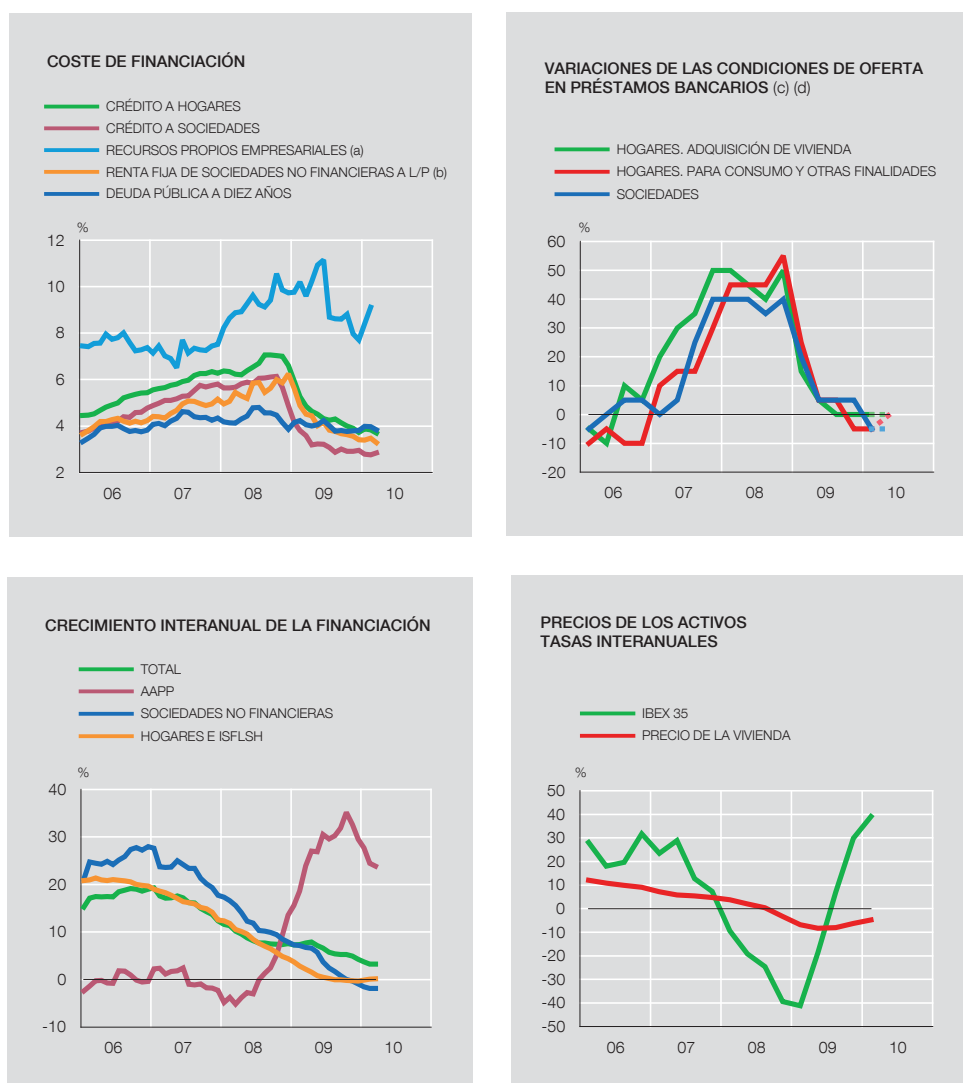
Los costes de financiación del sector privado se sitúan actualmente en unos niveles reducidos, después de la trayectoria descendente iniciada a finales de 2008 (véase gráfico 5.2). A lo largo de este período se fueron trasladando progresivamente los recortes en las rentabilidades interbancarias a los tipos de interés del crédito, aunque de forma incompleta, ya que los diferenciales sobre estas rentabilidades se ampliaron, en mayor medida en los segmentos de mayor riesgo (financiación al consumo y a pymes). Por el contrario, los criterios de concesión de préstamos y las condiciones crediticias distintas a los tipos de interés han seguido siendo más restrictivos que los existentes antes de la crisis, tras su continuado endurecimiento desde el segundo semestre de 2007. Aunque este proceso se frenó a mediados del pasado ejercicio, no se perciben todavía indicios de una reversión significativa. Por otra parte, desde finales de 2009 y durante la parte transcurrida de 2010 se ha registrado una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal, que ha contribuido a aumentar el grado de holgura de las condiciones monetarias.

Los tipos de interés de la deuda pública española también se sitúan, desde una perspectiva histórica, en valores relativamente reducidos, especialmente en el caso de los valores a corto plazo, en línea con el tono expansivo de la política monetaria. En los títulos a medio y a largo plazo, la evolución de las rentabilidades ha estado condicionada, especialmente tras el agravamiento de la crisis en el otoño de 2008, por los cambios en la percepción y en la valoración del riesgo soberano por parte de los mercados. En los primeros meses de 2010, el diferencial de rentabilidad a diez años con la referencia alemana experimentó algunas oscilaciones, registrando incrementos más intensos en abril y mayo, como consecuencia de la agudización de la crisis de las finanzas públicas griegas y de su contagio a los mercados de deuda de otros países que, como España, presentaban elevados déficits públicos.

El patrimonio neto de los hogares siguió reduciéndose en 2009 y en los primeros meses de 2010, debido, sobre todo, al retroceso del precio de la vivienda, si bien la caída de este se ha ralentizado en los últimos trimestres. Las cotizaciones bursátiles se recuperaron intensamente en 2009, con un incremento acumulado del IBEX 35 de casi el 30%, si bien en los primeros meses de 2010 —especialmente, en abril y en mayo— retrocedieron sustancialmente.

La evolución más reciente de los pasivos de las familias evidencia una cierta estabilización, después de que la tasa interanual de expansión del crédito llegase a situarse a finales de 2009 en niveles ligeramente negativos. Por el contrario, la deuda de las sociedades se ha seguido contrayendo en los últimos meses, tendencia especialmente acusada en el caso del crédito concedido por las entidades residentes (tasa interanual del $-4,2\%$ en marzo de 2010). Pese a ello, las ratios de endeudamiento de las familias y de las empresas apenas reducen su todavía elevado nivel, debido a la trayectoria desfavorable de las rentas. No obstante, el descenso de los tipos de interés ha permitido que disminuya la carga financiera, aliviando por esta vía la presión sobre los agentes endeudados. En cambio, la evolución más reciente de los pasivos de las AAPP evidencia un notable incremento (con crecimientos interanuales próximos al 30%), que está ligado a las abultadas necesidades de financiación derivadas del elevado déficit público.

La política fiscal mantuvo en 2009 una orientación expansiva, en un entorno de recesión. Los Presupuestos Generales del Estado y de las CCAA para 2009, así como su ejecución durante el ejercicio, recogieron numerosas medidas, en una cuantía estimada cercana a los dos puntos del PIB, encaminadas a amortiguar los efectos de la crisis sobre la demanda (véase cuadro 5.1). Entre estas destacan, por el lado del gasto, la puesta en marcha del Fondo Estatal de Inversión Local y del Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo, por una cuantía de 11 mm de euros, y, por el lado de los ingresos, la aprobación de un sistema de devoluciones mensuales en el IVA, con el objetivo de mejorar la liquidez de las empresas. Además, la agudización de la desaceleración económica activó el funcionamiento



FUENTES: Ministerio de Vivienda, Datastream, MSCI Blue Book y Banco de España.

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

de los estabilizadores automáticos, de forma que las prestaciones por desempleo alcanzaron una cuantía cercana al 3% del PIB, que duplicó la registrada dos años antes.

Además, en 2009 se produjo una fuerte caída de la recaudación, como consecuencia, sobre todo, de la desaparición de los ingresos extraordinarios ligados al auge inmobiliario...

En el año 2009 se produjo una brusca disminución de los ingresos fiscales, de cerca de 6 pp del PIB respecto a su nivel de 2007, que no puede achacarse solo a factores ligados al ciclo económico, sino que se encontraría asociada, en gran medida, a la pérdida de los ingresos extraordinarios vinculados, sobre todo, al auge inmobiliario de la década previa a la crisis económica (véase cuadro 5.2). De hecho, aunque la caída de la recaudación afectó a casi todas las figuras tributarias, esta fue especialmente intensa en el caso de la imposición indirecta y en el impuesto sobre sociedades.

Millones de euros		
MEDIDAS FISCALES Y FINANCIERAS	2009	
CON IMPACTO EN EL SALDO PÚBLICO (I - II)	-23.975	
I Ingresos	-11.500	
Adelanto de devoluciones por declaración mensual en IVA	-5.600	
Eliminación del impuesto sobre el patrimonio	-2.300	
Deducción de 400 euros por rendimientos de trabajo en IRPF (a)	-1.900	
Inclusión de la deducción por inversión en vivienda habitual en el cálculo de las retenciones en IRPF	-500	
Bonificaciones de cuotas a la Seguridad Social para impulso a la contratación a tiempo parcial	-1.200	
II Gastos	12.475	
Fondo Estatal de Inversión Local	7.700	
Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo	3.000	
Prestaciones por desempleo (pago único por conversión en autónomo y ayuda de 420 euros)	975	
Ayuda para compra de automóviles	800	
Con impacto en la deuda pública	16.250	
Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	9.500	
Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	6.750	
LÍNEAS ICO	2009	
	Dotación	Dispuesto
TOTAL	43.100	20.387
Línea ICO para avalar las deudas de los municipios con empresas y autónomos	3.000	ND
Líneas ICO-Liquidez para pymes y autónomos, para financiar circulante (b)	16.000	8.453
Líneas ICO de apoyo a la empresa 2009 (pymes, internacionalización, emprendedores y crecimiento empresarial)	10.900	6.245
Línea ICO-PROINMED (para proyectos de inversión de medianas empresas)	3.000	ND
Línea ICO-FTVPO: Ampliación del aval del ICO para los bonos de titulización vinculados a la promoción de VPO	5.000	2.510
Línea ICO-Vivienda: Préstamos destinados a financiar viviendas terminadas en régimen de alquiler como vivienda habitual	3.000	1.130
Plan Renove Turismo	1.000	1.000
Programa Vehículo Innovador Vehículo Ecológico (VIVE)	700	700
Línea ICO-FuturE, para modernizar y mejorar la oferta turística	500	349

ND: No se dispone de estimación cuantitativa.

- a. Medida implantada en 2008. Se eliminará parcialmente en 2010.
 b. El ICO aporta el 50% de la dotación, y el resto, las entidades financieras.

... mientras que el gasto público mantuvo un gran dinamismo

Por su parte, el gasto público mantuvo un crecimiento por encima del PIB tendencial de la economía, incluso si se descuentan el efecto de las medidas discrecionales adoptadas y el impacto de los estabilizadores automáticos. Los aumentos del gasto fueron particularmente elevados en el consumo público, que incluye la remuneración de los asalariados de las AAPP, que se situó casi tres puntos del PIB por encima del nivel observado en 2007, y las pensiones, con un incremento de un punto del PIB en el mismo período, mientras que la carga de intereses mostró un importante repunte, como consecuencia del aumento del saldo de deuda pública.

Como resultado, el déficit público alcanzó cotas históricas a finales de 2009 y es de naturaleza eminentemente estructural. La deuda pública cruzó el umbral del 50% del PIB

Como resultado, las Administraciones Públicas cerraron el año 2009 con un déficit del 11,2% del PIB, lo que supone un empeoramiento de la situación presupuestaria sin precedentes, de más de siete puntos del PIB respecto al año anterior y de más de 13 puntos respecto al superávit observado en 2007. Asimismo, la deuda pública se situó por encima del 50% del PIB. Una parte significativa del déficit público tendría, además, un carácter estructural, que no se corregirá de manera automática con la recuperación económica o mediante la reversión de las medidas de estímulo adoptadas durante la crisis. La reducción del déficit y de la deuda pública requerirá, en consecuencia, un esfuerzo fiscal muy intenso, que podría hacerse incluso más exigente si, como se analiza en el capítulo 2 de este Informe, el impacto de

% del PIB	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1 RECURSOS NO FINANCIEROS	38,9	39,8	40,8	41,5	37,5	35,3
Recursos corrientes	38,1	39,1	40,1	41,0	37,3	35,4
– Impuestos sobre producción e importación	11,9	12,2	12,3	11,7	9,9	8,7
– Impuestos sobre renta y patrimonio	10,2	10,9	11,7	12,9	10,8	9,6
– Cotizaciones sociales	13,0	12,9	12,9	13,0	13,1	13,4
– Otros recursos corrientes (a)	3,1	3,0	3,2	3,4	3,4	3,7
Recursos de capital (b)	0,9	0,8	0,7	0,5	0,2	-0,1
2 EMPLEOS NO FINANCIEROS (c)	39,3	38,9	38,8	39,6	41,5	46,5
Empleos corrientes (c)	34,0	34,0	33,7	34,2	36,2	40,6
– Consumo final	17,8	18,0	18,0	18,4	19,4	21,2
– Prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie	11,7	11,6	11,5	11,6	12,4	14,6
– Subvenciones	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
– Intereses (c)	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,8
– Otras transferencias	1,5	1,5	1,6	1,5	1,7	2,0
Empleos de capital	5,2	4,9	5,1	5,4	5,3	5,9
– Formación bruta de capital	3,4	3,6	3,7	4,0	3,8	4,4
– Otros empleos de capital (d)	1,9	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6
3 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN (c) (3 = 1 – 2)	-0,3	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,2
PRO MEMORIA:						
Saldo primario	1,7	2,8	3,7	3,5	-2,5	-9,4
Deuda bruta (c)	46,2	43,0	39,6	36,2	39,7	53,2

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

a. Incluye el excedente bruto de explotación.

b. Presenta signo negativo en 2009, debido a que el ajuste por recaudación incierta se incluye con ese signo entre estos recursos.

c. Según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo.

d. Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos.

la crisis sobre el crecimiento potencial se demostrara significativo y se revirtiera la trayectoria de los tipos de interés.

En este contexto, el Consejo Europeo declaró la existencia de un déficit excesivo en España y recomendó su corrección a más tardar en 2013

Así pues, por segundo año consecutivo, el déficit del conjunto de las AAPP superó en 2009 los límites de déficit público establecidos en las leyes de estabilidad presupuestaria. A escala europea, en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el Consejo Europeo de abril de 2009 declaró la existencia de un déficit excesivo en España y recomendó la corrección de esa situación, a más tardar, en 2012; posteriormente, en noviembre de 2009, el Consejo, a la vista de la situación macroeconómica excepcionalmente negativa, extendió el plazo hasta finales de 2013, a la vez que se solicitó que el ajuste fiscal anual promedio del conjunto de las AAPP fuera superior a un 1,5% del PIB a partir de 2010.

El Gobierno ha respondido a esta recomendación con la presentación de un programa de consolidación fiscal...

En este contexto, el Gobierno presentó en enero de 2010 una nueva Actualización del Programa de Estabilidad (APE), que incorpora una importante senda de consolidación presupuestaria en el horizonte de 2013, que debería situar el déficit del conjunto de las AAPP en el 3% del PIB. El recorte del déficit sería de 1,6 puntos del PIB en el año 2010 y de 2,3 puntos del PIB por año entre 2011 y 2013, y sería esencialmente de carácter estructural, pues se fundamenta en los incrementos impositivos ya adoptados, pero, sobre todo, en los recortes del gasto público previstos en el propio Programa. En particular, además de la eli-

minación parcial de la deducción de 400 euros por rendimientos de trabajo, del aumento de los tipos impositivos al ahorro y del aumento de los tipos del IVA, los Presupuestos del Estado para 2010, así como los de las CCAA, incorporaron una cierta moderación del gasto. Por su parte, la APE anunció un nuevo recorte del gasto público para este ejercicio («Plan de Acción Inmediata») por valor de un 0,5% del PIB, que ha sido ya aprobado y que incluye la reducción, sin excepciones, de la oferta de empleo público en 2010 al 10% de la tasa de reposición, así como la decisión de no realizar ninguna nueva contratación de personal interino. Asimismo, la APE incluye un plan de austeridad para el período 2011-2013 y los acuerdos marco sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas con las CCAA y las CCLL, que deberían suponer una reducción adicional del gasto público de 3,8 puntos del PIB en el horizonte de 2013. El recorte del gasto ente 2009 y 2013 se distribuiría entre la remuneración de asalariados (-1,9% del PIB), los consumos intermedios, las transferencias y los otros gastos (-1% del PIB), la inversión pública (-0,9% del PIB) y las subvenciones (-0,5% del PIB).

... que, tras el agravamiento de la crisis griega, decidió acelerar y reforzar su ejecución con la aprobación, en mayo de 2010, de un paquete de ajuste que debería permitir situar el déficit público en el 6% del PIB en 2011, más de cinco puntos por debajo de su nivel de 2009

Con posterioridad, ante el agravamiento de la crisis de las finanzas públicas griegas y su contagio a los mercados de deuda de otros países, el Gobierno español, en coordinación con el resto de países del área del euro, respondió con una aceleración del programa de consolidación fiscal para evitar un deterioro que habría tenido graves consecuencias para la economía y para la estabilidad de la zona del euro. El paquete de medidas aprobado en mayo de 2010 supone adelantar una parte importante del esfuerzo de reducción del déficit, actuando directamente sobre su componente estructural, que podría recortarse en más de la mitad, y situar el saldo deficitario en el 6% del PIB en 2011. En concreto, se decidió una disminución de los sueldos del personal de las Administraciones Públicas del 5% en 2010 y su congelación en 2011, la reducción de 6 mm de euros entre 2010 y 2011 en la inversión pública estatal, la suspensión en 2011 de la revalorización de las pensiones y la eliminación de la prestación por nacimiento a partir de 2011, entre otros.

Los objetivos son ambiciosos y las medidas adoptadas y planeadas no tienen precedente. La ejecución y el control deben ser rigurosos y requieren el concurso necesario de las Administraciones Territoriales

Los objetivos son muy ambiciosos y, en muchos casos, los recortes del gasto planeados no tienen precedente, porque en el pasado se limitaron en la mayoría de los casos a la congelación de su ritmo de expansión. Su cumplimiento requerirá de una ejecución y un control rigurosos que permitan la identificación a tiempo de las posibles desviaciones, lo que exigirá medidas de corrección. Además, el ajuste requerirá el concurso necesario de las Administraciones Territoriales. En este sentido, el nuevo sistema de financiación de las CCAA de régimen común aprobado en 2009 mejora la asignación de recursos a estas Administraciones, reforzando la autonomía y corresponsabilidad fiscal del sistema, a través de un incremento de los porcentajes de cesión de impuestos, que debería complementarse con una mejora de los mecanismos de coordinación y disciplina fiscal de estas Administraciones, pues de ello depende, en buena parte, el logro de la consolidación fiscal.

La elevada inercia observada en el pasado en el gasto público requiere la adopción de medidas orientadas a reconducir las tendencias subyacentes

Por otra parte, dada la elevada inercia que el gasto público ha mostrado tradicionalmente, doblar su crecimiento de manera permanente requerirá de medidas que quiebren sus tendencias subyacentes, en particular en partidas como el gasto en pensiones o sanidad, que sufrirán la presión generada por el envejecimiento de la población. La reforma del sistema de pensiones resulta, además, especialmente oportuna en el momento actual, dado que algunas modificaciones de los parámetros del sistema podrían mejorar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, con un impacto reducido sobre el crecimiento a corto plazo. En esta línea, el Gobierno ha propuesto incrementar la edad de jubilación y mejorar el grado de contributividad del sistema, medidas que van en la dirección adecuada y que, aplicadas con la suficiente ambición, pueden mejorar de manera significativa la situación de las finanzas públicas en el largo plazo.

2.2 LAS OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

Las restantes actuaciones de política económica se orientaron a paliar los efectos inmediatos de la crisis

Las restantes políticas económicas se diseñaron en distintos momentos de 2009 con el objetivo principal de paliar los efectos de la crisis económica a través de medidas destinadas al sostenimiento de rentas, al mantenimiento del empleo y a facilitar el acceso del crédito o la demanda de determinados sectores en una aproximación que dio continuidad a las acciones emprendidas el año anterior. En particular, destaca la aprobación de una cobertura económica adicional por seis meses a los parados que hayan agotado la prestación por desempleo, una ayuda directa a la compra de automóviles y el lanzamiento de algunas líneas adicionales de financiación extraordinarias del ICO, dirigidas a colectivos que estaban siendo especialmente afectados por la crisis (véase cuadro 5.1).

La intensidad de la crisis puso de manifiesto, sin embargo, las limitaciones de estas actuaciones de corto plazo y la necesidad de aplicar reformas de carácter estructural, con el fin de evitar que la negativa situación coyuntural actual se traslade a un menor crecimiento potencial de la economía en el futuro. También deberá asegurarse el carácter temporal de las medidas de corto plazo, dado que su prolongación en el tiempo podría generar distorsiones en la asignación eficiente de los recursos o desincentivos a la búsqueda de empleo. Los avances más concretos en las reformas estructurales estuvieron ligados, sobre todo, a la transposición de la Directiva de Servicios, a algunas medidas para el desarrollo del mercado del alquiler y al proyecto de Ley de Economía Sostenible (LES).

La transposición de la Directiva de Servicios debería permitir una reducción de las cargas administrativas...

Respecto a la transposición de la Directiva de Servicios, durante 2009 se aprobaron la «Ley Paraguas» y la «Ley Ómnibus», con el doble objetivo de reducir las cargas administrativas que soportan las empresas y de liberalizar el sector. La consecución de estos objetivos resulta crucial, dada la importancia de los servicios en la economía, las características de la estructura productiva, en la que dominan las empresas de reducida dimensión para las que las cargas administrativas son especialmente gravosas, y el hecho de que persisten algunas barreras a la entrada especialmente restrictivas a la competencia en algunos sectores, como el comercio.

En cuanto a la reducción de las cargas administrativas, la «Ley Ómnibus» contiene, entre otras modificaciones, la supresión de distintos regímenes de autorización y la sustitución de otros por controles ex post. El proyecto de LES profundiza en esta línea, al proponer medidas para agilizar y simplificar la constitución y la puesta en marcha de sociedades mercantiles, y reducir las tasas y aranceles. Este conjunto de medidas podría permitir una reducción significativa del tiempo y el coste de creación de empresas, siempre que se garantice su aplicación efectiva.

... y la introducción de una mayor competencia en el sector, aunque en el caso concreto del comercio al por menor la nueva Ley podría no ser lo suficientemente ambiciosa

El éxito de la reforma dependerá de su adecuada aplicación a sectores clave, como los servicios profesionales o el comercio minorista. En este sentido, la «Ley Ómnibus» modifica las leyes relativas a los colegios y sociedades profesionales, eliminando, entre otras, restricciones a la publicidad de estos servicios y a los baremos orientativos de honorarios, pero se deja para más adelante la eliminación de la colegiación obligatoria y la de los visados colegiales. Por su parte, ya en 2010 se aprobó la nueva Ley de Comercio, que reduce los supuestos por los que las CCAA pueden denegar la autorización de apertura de determinados formatos de distribución, aunque persisten algunas restricciones, vinculadas a «razones de interés general», sin que este concepto quede acotado. Por tanto, la nueva Ley puede no ser lo suficientemente estricta como para modificar de una manera determinante los actuales regímenes de autorización en el sector comercial aprobados por las CCAA y que han venido limitando la competencia.

En el mercado del alquiler se han producido algunos avances legislativos, aunque persisten los aspectos más restrictivos relativos a la libertad contractual

El escaso desarrollo del mercado del alquiler en España genera distintas ineficiencias, al limitar la movilidad geográfica de los trabajadores y dificultar la accesibilidad a la vivienda, que algunas actuaciones recientes pretenden corregir. En el ámbito fiscal, el proyecto de LES propone un avance en el reequilibrio entre el tratamiento fiscal de la vivienda en alquiler y en propiedad, al eliminar la deducción por adquisición de vivienda habitual para las rentas altas en el IRPF.

Por su parte, el Plan de Vivienda 2009-2012 establece que no menos del 40% del total de actuaciones relacionadas con la oferta de vivienda protegida sea destinada al alquiler. Por último, la Ley de Medidas de Fomento y Agilización Procesal del Alquiler, aprobada en 2009, reforma diversos preceptos de la Ley de Enjuiciamiento Civil y de la Ley de Arrendamientos Urbanos, que podría permitir una aceleración de los procesos arrendaticios, pero se mantienen invariables los aspectos más restrictivos de la legislación actual, como son la duración mínima de los contratos y la indiciación obligatoria de las rentas de alquiler según el IPC.

La Estrategia de Economía Sostenible extiende a 2020 los objetivos de los Programas Nacionales de Reforma previos

Con una perspectiva de más largo plazo, el Gobierno aprobó la denominada «Estrategia de Economía Sostenible», que establece una serie de objetivos en el horizonte de 2020, que, a grandes rasgos, suponen extender los establecidos en los Programas Nacionales de Reforma previos, diseñados para impulsar el crecimiento a largo plazo. La Estrategia cuenta con tres instrumentos de actuación: un programa de reformas estructurales, la LES y el Fondo de Economía Sostenible, con el objetivo de financiar proyectos relacionados con el medio ambiente, el conocimiento y la innovación, y el ámbito social. El proyecto de LES contiene un elevado número de medidas, de las que, además de las ya mencionadas, destacan las destinadas a mejorar el entorno regulatorio. En concreto, incorpora la necesidad de realizar un análisis previo del impacto normativo de toda iniciativa y propone algunas modificaciones en los organismos reguladores, que podrían dotarlos de una mayor independencia, como la limitación de su mandato a seis años no renovables.

En el caso del mercado de trabajo, se ha avanzado en la firma de un nuevo acuerdo salarial, mientras que las reformas estructurales se negocian en el ámbito del diálogo social

En relación con la reforma del mercado de trabajo, se conoce la propuesta de líneas de reforma del Gobierno, que incluye la imposición de límites a la contratación temporal y el fomento de la contratación indefinida, pero, al cierre de este Informe, aún no los detalles de las medidas concretas que podrían aplicarse. En el ámbito salarial, en febrero de 2010 se firmó un acuerdo que establece un incremento de las tarifas de convenio de hasta el 1% en 2010, entre el 1% y el 2% para 2011 y entre el 1,5% y el 2,5% en 2012, que implicará una cierta moderación de los costes laborales, especialmente en 2010. Además, se fija una cláusula de salvaguarda salarial plurianual, que podría mitigar algunos de los efectos negativos de estos mecanismos de indiciación, mientras que se ha pospuesto la discusión de los aspectos más estructurales de la reforma de la negociación colectiva.

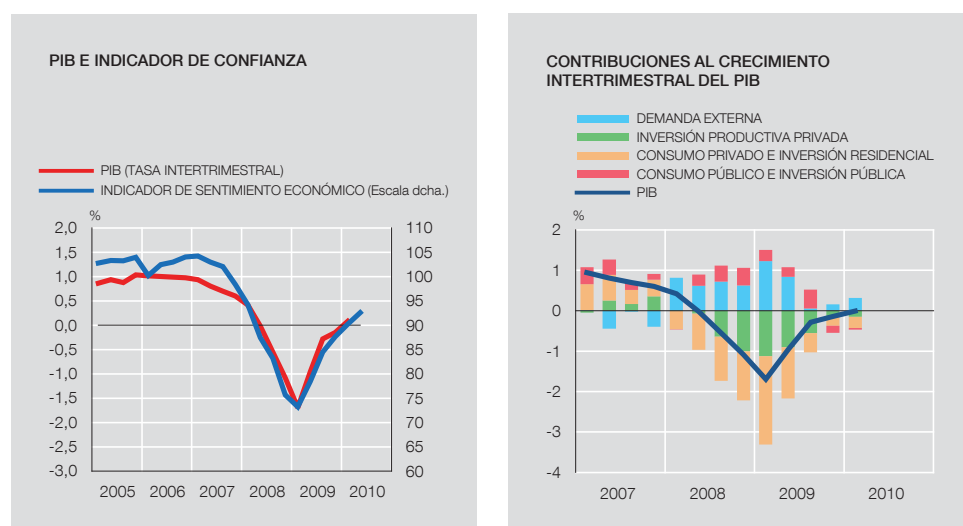
Por último, en el ámbito del sistema financiero se han introducido importantes cambios regulatorios que han ampliado sustancialmente los resortes y herramientas disponibles para la adaptación y reestructuración de entidades. Estas cuestiones se abordan con detalle en el recuadro 6.1 de este Informe.

3 La demanda

3.1 LA DEMANDA NACIONAL

En 2009 se produjo un intenso ajuste de la demanda nacional, que cayó algo más de un 6%

El ajuste de la demanda nacional, que se había iniciado a finales de 2007, se acentuó en 2009, produciéndose un descenso del 6% en esta variable. La contracción fue generalizada en todos los componentes del gasto privado (véase gráfico 5.3), que se vio muy afectado por las consecuencias de la crisis financiera sobre la confianza de los agentes y sobre las condiciones de financiación. A pesar de su elevada magnitud, el retroceso de la inversión empresarial no estuvo desalineado, en proporción al descenso del PIB, de los patrones observados históricamente. Menos acorde con esos patrones fue la fuerte caída del gasto de las familias, sobre el cual influyó muy negativamente el empeoramiento de las expectativas inducido por el profundo deterioro del mercado de trabajo, junto con otros factores, como sus elevados niveles de endeudamiento. En línea con el papel amortiguador desempeñado por la política fiscal, la demanda ejercida por las Administraciones Públicas presentó tasas positivas.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

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

CONSUMO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO POR SECTORES INSTITUCIONALES

CUADRO 5.3

	% DEL PIB (a)		TASAS DE VARIACIÓN (b)					
	2000	2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
HOGARES E ISFLSH:								
Gasto en consumo final	59,7	56,0	4,2	4,2	3,8	3,6	-0,6	-4,9
Consumo duradero	6,3	3,3	10,7	6,4	4,7	4,8	-19,5	-15,9
Consumo no duradero	53,4	52,7	3,5	4,0	3,7	3,5	1,2	-4,1
Vivienda	6,1	5,9	5,9	6,1	6,2	3,0	-10,3	-24,5
EMPRESAS:								
Inversión productiva privada (c)	16,6	14,1	6,7	7,4	7,7	3,7	-1,3	-17,6
Construcción	4,8	5,3	12,3	5,7	4,8	-1,7	3,6	-6,0
Equipo	7,3	4,7	4,3	9,1	10,5	8,6	-3,0	-28,1
Otros productos (d)	4,4	4,2	3,8	7,1	7,5	3,6	-4,3	-17,2
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS:								
Gasto en consumo final	17,2	21,2	6,3	5,5	4,6	5,5	5,5	3,8
Formación bruta de capital fijo	3,2	4,4	-3,8	7,8	7,5	13,2	-4,1	14,4
Construcción	2,3	3,2	-8,4	7,3	8,1	13,8	-7,4	16,9
Equipo	0,8	1,1	11,0	9,3	6,0	11,4	6,1	7,8
PRO MEMORIA:								
Formación bruta de capital fijo	25,8	24,4	5,1	7,0	7,2	4,6	-4,4	-15,3
Equipo	8,1	5,8	5,1	9,2	9,9	9,0	-1,8	-23,1
– Maquinaria	5,7	3,9	3,5	6,9	10,3	10,4	0,0	-26,5
– Transporte	2,4	2,0	8,7	14,0	9,1	6,0	-5,5	-15,0
Construcción	13,3	14,4	5,4	6,1	6,0	3,2	-5,5	-11,2
– Viviendas	6,1	5,9	5,9	6,1	6,2	3,0	-10,3	-24,5
– Otras construcciones	7,2	8,5	5,0	6,2	5,8	3,3	-0,4	1,6
Otros productos (d)	4,4	4,2	3,8	7,1	7,5	3,6	-4,3	-17,2

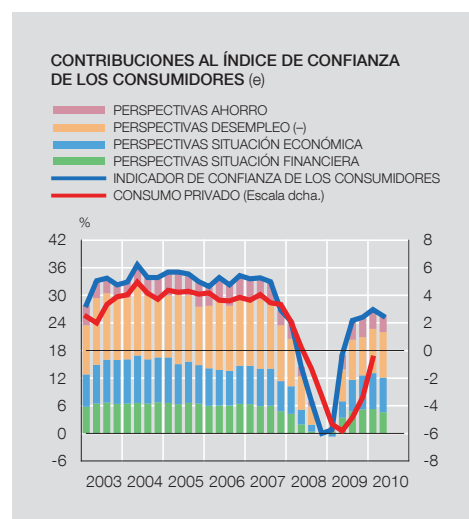
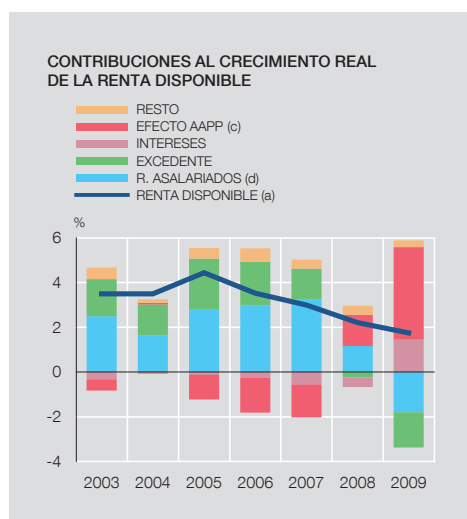
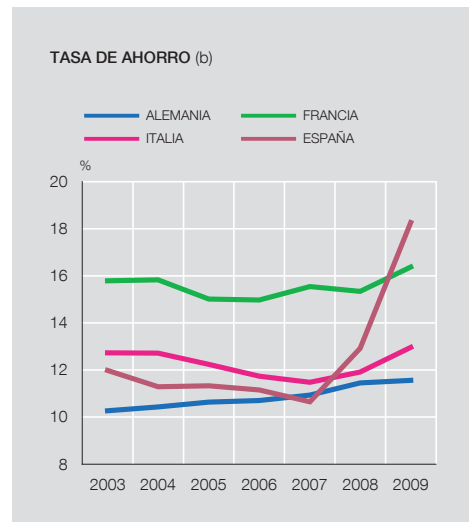
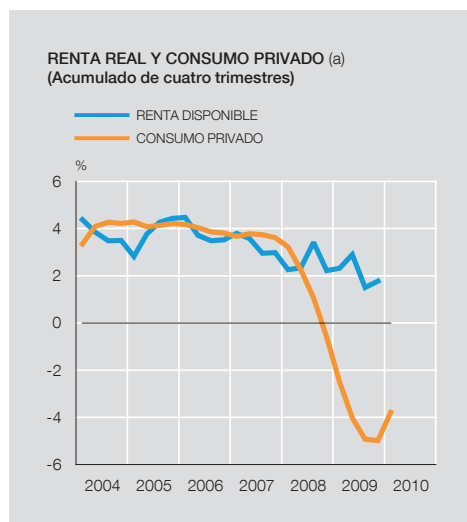
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Contabilidad Nacional base 2000, precios corrientes.

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

c. Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

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



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

- a. Tasa interanual.
- b. En los casos de Alemania, Francia e Italia, se representa, en 2009, la tasa de ahorro de un período móvil de cuatro trimestres que finaliza en el tercer trimestre de dicho año.
- c. Incluye prestaciones sociales, cotizaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.
- d. Remuneración de asalariados, en términos brutos.
- e. Se ha transformado el indicador de confianza y sus componentes para que sean cero en el cuarto trimestre de 2008, mínimo del ciclo.

El consumo privado experimentó un fuerte retroceso, solo suavizado por los planes de ayuda a la compra de automóviles

El año 2009 se cerró con una caída del consumo de las familias del 4,9%, que afectó a todos sus componentes. La adquisición de bienes duraderos, que había experimentado una contracción cercana al 20% en 2008 (véase cuadro 5.3), suavizó algo su ritmo de descenso en 2009 gracias a los planes de ayuda a la compra de vehículos con bajo nivel de emisiones contaminantes, que impulsaron fuertemente las matriculaciones de automóviles a partir de mayo. Por el contrario, a lo largo del año se intensificó la caída del gasto familiar en servicios, que representa un 50% del consumo privado.

El ajuste del gasto de las familias fue, además, muy brusco, en contraste con la evolución de la renta disponible, que mostró crecimientos positivos, aunque inferiores a los del año anterior (véase gráfico 5.4). De hecho, pese a la desaceleración de la remuneración por asalariado, a la destrucción de empleo y al retroceso del excedente de los empresarios

individuales, la renta disponible creció en términos reales un 1,1% en 2009. El notable efecto expansivo de la política fiscal contribuyó a sostener las rentas familiares, que se vieron favorecidas también por la disminución de los pagos netos por intereses y el descenso de la inflación.

La tasa de ahorro experimentó un notable incremento, debido, en gran parte, al contexto de mayor incertidumbre en el que los consumidores adoptaron sus decisiones

Como consecuencia de lo anterior, se produjo un notable incremento de la tasa de ahorro de los hogares, que, tras haber aumentado en 2008 en 2 pp, en 2009 lo hizo en seis más, hasta el 18,8%, trayectoria que contrasta con la evolución más moderada que se observó en otros países europeos. Varios factores pueden explicar esta evolución, aunque su importancia relativa es difícil de determinar. En particular, las perspectivas de un menor crecimiento de la renta, suscitadas por la disminución del empleo, y el descenso de la riqueza real de las familias habrían provocado un aumento del ahorro de los hogares, con el fin de suavizar la reducción futura del gasto. Asimismo, el aumento de incertidumbre que acompañó el recrudecimiento de la crisis financiera y el rápido deterioro del mercado de trabajo habrían deprimido el consumo y elevado el ahorro por motivo de precaución. Por otra parte, el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria habría contribuido, por un lado, a limitar los planes de consumo con recurso al crédito y, por otro, a alimentar la propensión a ahorrar con el fin de constituir colchones de liquidez. Finalmente, el deterioro de las finanzas públicas ha podido impulsar también el nivel de ahorro de los consumidores, en la medida en que haya podido llevar a cuestionar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo.

Pese a la dificultad de evaluar la importancia relativa de cada uno de los factores mencionados, parece razonable pensar que, en un entorno con menor incertidumbre, el ajuste del consumo hubiera sido menor y el incremento de la tasa de ahorro más moderado, tal y como apuntan las simulaciones con modelos que captan el movimiento conjunto a largo plazo del consumo, la renta y la riqueza.

En 2010 es previsible que se reduzca la tasa de ahorro de las familias y se recupere gradualmente el consumo

Los indicadores de confianza de las familias comenzaron a recuperarse en 2009, aunque sin alcanzar los niveles anteriores al inicio de la crisis (véase gráfico 5.4), por lo que podría esperarse que en 2010 comience a revertir el efecto negativo que la incertidumbre ha ejercido sobre el consumo. No obstante, es previsible que la renta continúe desacelerándose en el presente ejercicio, como lo hizo en los últimos trimestres de 2009, a la luz de la disminución de la contribución de la política fiscal, a consecuencia tanto de la retirada de las medidas de estímulo aplicadas en años anteriores como del recorte de los salarios públicos, lo que supondrá que el proceso de disminución de la ratio de endeudamiento de los hogares siga discurriendo lentamente.

En un contexto de debilidad de la demanda de vivienda, el descenso del volumen de obras en ejecución determinó una pronunciada caída de la inversión residencial

La debilidad de la demanda de los hogares no solo se manifestó en la notable reducción de su gasto en consumo, sino también en una escasa disposición a la adquisición de vivienda. Bajo el peso del intenso deterioro de las condiciones en el mercado de trabajo y de la revisión a la baja en las expectativas de revalorización de los activos inmobiliarios, el descenso acumulado en el número de transacciones entre el último máximo cíclico y el año 2009 ha superado el 50%, siendo algo inferior (en torno al 40%) en el segmento de viviendas nuevas (véase gráfico 5.5). Esto, unido al creciente volumen de viviendas terminadas, deprimió la iniciación de nuevas obras y acentuó la tendencia contractiva de la inversión residencial, situando su tasa de variación en torno al -25% en 2009. En cualquier caso, la demanda de viviendas parece haberse estabilizado en los últimos meses. En el recuadro 5.1 se analizan con detalle las implicaciones macroeconómicas del ajuste en el mercado de la vivienda. El ajuste de los precios de la vivienda, a juzgar por etapas de declive anteriores, está siendo, por ahora, algo más lento.

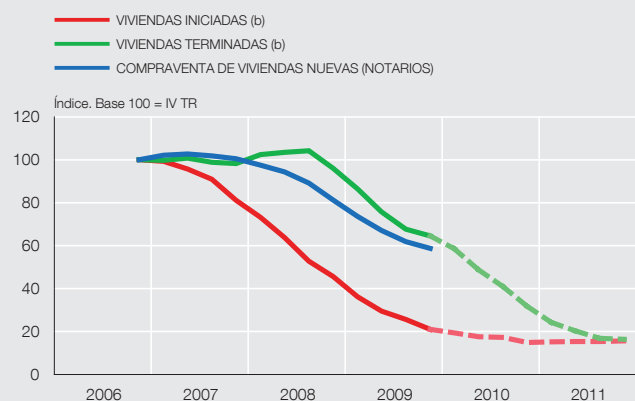
El mercado inmobiliario español experimentó entre mediados de la pasada década y el año 2007 un ciclo de enorme dinamismo, que trajo como consecuencia un peso creciente y elevado del sector de la construcción en el total de la economía, un rápido aumento del endeudamiento de las familias y de las empresas relacionadas con esta actividad, y una sobrevaloración de la vivienda. Esta etapa expansiva ha venido seguida de otra de fuerte ajuste, que aún se prolonga en la actualidad. La reducción de la demanda, inicialmente impulsada por el encarecimiento de la financiación y, más tarde, por el propio entorno recesivo, tras el desencadenamiento de la crisis financiera internacional, provocó una rápida respuesta de la oferta, materializada en un pronunciado descenso del número de viviendas iniciadas, que se ha prolongado hasta fechas recientes. De este modo, el número de viviendas comenzadas en 2009 fue solamente un 20% de la cifra de 2006, año en que se alcanzó el máximo (véase gráfico 1). No obstante, dado que la producción de viviendas requiere un plazo de ejecución dilatado, la finalización de los proyectos comenzados con anterioridad ha supuesto que, entre 2007 y 2009, el número de viviendas terminadas haya sido muy superior al de las iniciadas y, en todo caso, mucho mayor de lo que la demanda podía absorber.

Este desacoplamiento entre oferta y demanda residencial ha conducido a la acumulación de un inventario de viviendas sin vender cuya cuantificación es compleja y no exenta de controversia, dadas las discrepancias entre las distintas fuentes estadísticas¹. Independientemente de la incertidumbre que rodea a estas cifras, la magnitud del stock es elevada, por lo que cabe esperar que condicione la iniciación de nuevas viviendas durante los próximos años. Con todo, dado que la vivienda es un bien que se negocia en mercados locales, es posible, en principio, la coexistencia de un importante volumen de viviendas no vendidas a escala nacional con mercados locales en equilibrio o, incluso, con un volumen de demanda sin satisfacer, lo que establecería un suelo a la cifra de viviendas iniciadas en el corto y medio plazo.

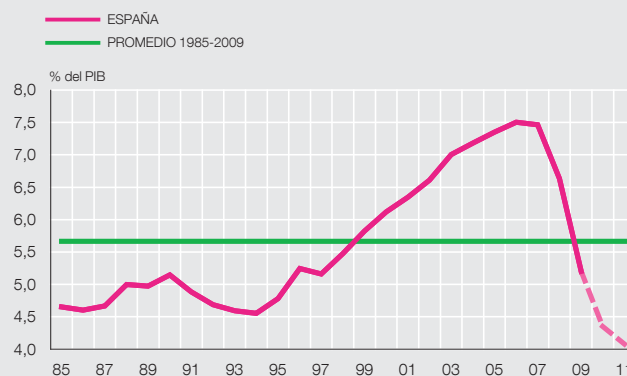
Esta dinámica del sector inmobiliario se ha trasladado con intensidad a la variable de inversión residencial en la Contabilidad Nacional, que

1. Estimaciones propias, basadas en las estadísticas de actos de naturaleza administrativa (certificaciones de fin de obra y registros notariales sobre transmisiones), indicarían que, a finales de 2009, el stock de viviendas sin vender podría oscilar entre el 2,8% y el 4,4% del parque total de viviendas a esa fecha. Ese porcentaje sería unos 2,5 pp mayor que el correspondiente a finales de 2005.

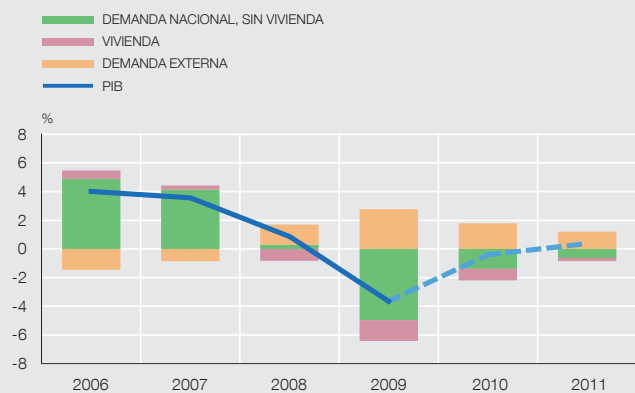
1 OFERTA Y DEMANDA DE VIVIENDA (a)



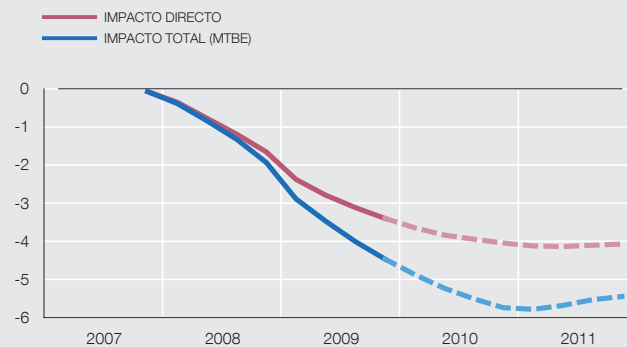
2 INVERSIÓN EN VIVIENDA / PIB (REAL)



3 CONTRIBUCIONES A LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB



4 IMPACTO MACROECONÓMICO DEL AJUSTE DE LA INVERSIÓN EN VIVIENDA (APORTACIONES AL PIB EN TÉRMINOS ACUMULADOS)



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

a. Datos acumulados de cuatro trimestres.

b. Las previsiones de las cifras de viviendas iniciadas y terminadas se han elaborado de acuerdo con un escenario de visados para el período 2010-2011 próximo a los niveles observados en 2009 y un calendario de ejecución de 18 meses desde su comienzo.

recoge la evolución de las actividades tanto de obra nueva como de rehabilitación de viviendas ya existentes. La contribución del primero de estos segmentos ha sido muy negativa desde 2008, pues depende de la diferencia entre el número de viviendas iniciadas y finalizadas en cada momento, que no ha dejado de descender desde 2007 y que no es previsible que se establezca hasta 2011. Sin embargo, el componente de rehabilitación —aunque con menor importancia relativa²— está teniendo un comportamiento contracíclico, que está amortiguando parcialmente la caída de la inversión residencial. Como resultado de la evolución conjunta de los dos componentes, la inversión residencial registró caídas interanuales del 10% y del 25% en 2008 y 2009, respectivamente, y es previsible que continúe contrayéndose, aunque cada vez a menor ritmo, hasta mediados de 2011. A finales de ese año, una vez concluido el ajuste, la ratio de inversión residencial sobre el PIB podría situarse, en términos reales, en torno al 4%. Esta proporción sería unos 3,5 pp inferior a la alcanzada en el máximo en 2007 e inferior al mínimo observado en 1994, lo que da idea de la magnitud del redimensionamiento del sector (véase gráfico 2).

Este ajuste en las cantidades está llevando aparejada una corrección de los precios de la vivienda, que se habían incrementado muy notablemente en la fase alcista del ciclo. De acuerdo con la estadística del Ministerio de Vivienda, los precios habrían descendido en media hasta 2009 un 10% desde los niveles máximos alcanzados en 2007, siendo, hasta el momento, este retroceso de una magnitud algo inferior a la observada en el ciclo de comienzos de los años noventa. Este proceso puede no haber concluido aún, si bien en los últimos trimestres se ha observado una ralentización de los ritmos de caída de los precios, probablemente como consecuencia de la mejora de los indicadores de accesibilidad, inducida, sobre todo, por la sustancial reducción de los tipos de interés hipotecarios. Otro elemento que podría estar contribuyendo a contener el retroceso de precios en el corto plazo son los cambios fiscales ya aprobados (como es el caso de la subida de tipos del IVA en julio de 2010) o previsibles (como la eliminación de las deducciones fiscales por adquisición de vivienda a partir de un umbral de renta en enero de 2011).

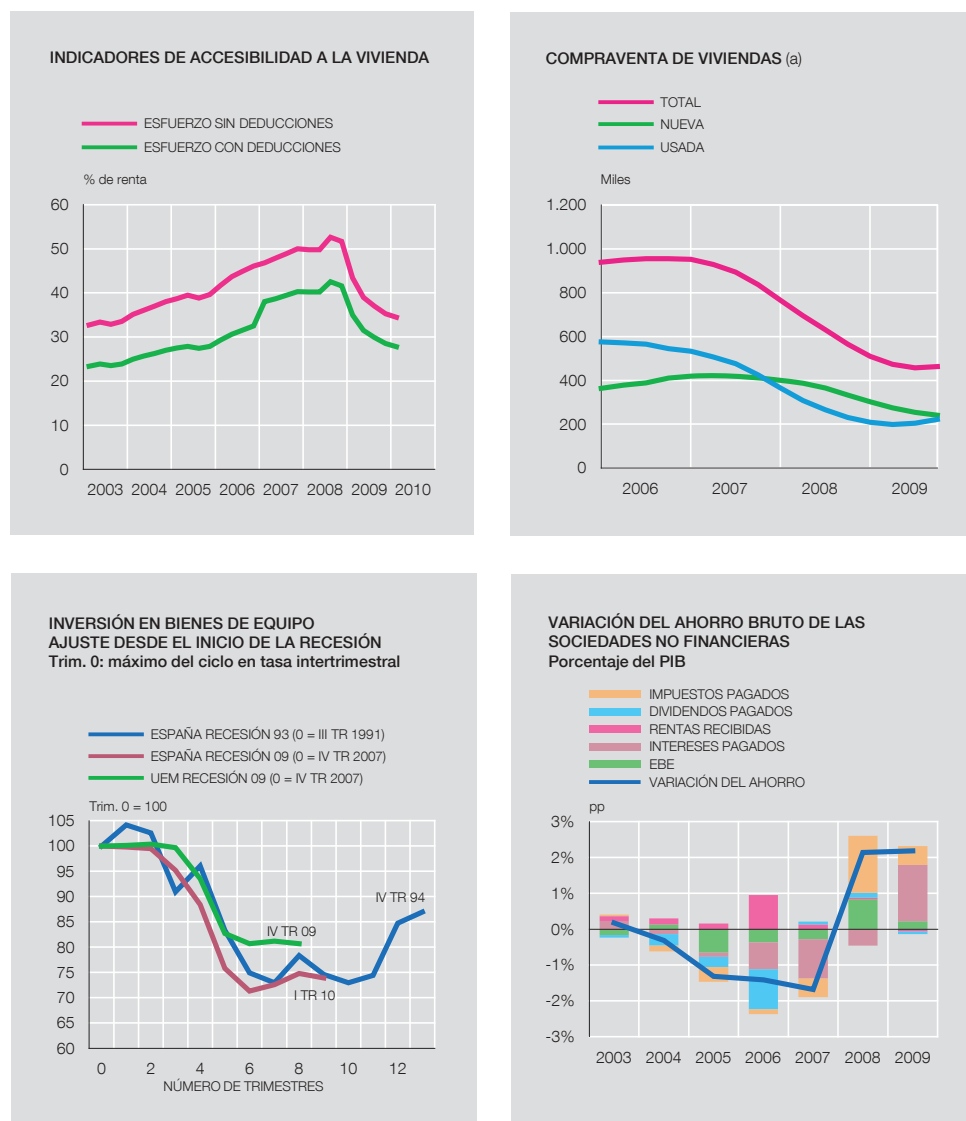
Este ajuste del mercado de la vivienda, tanto en términos de cantidades como de precios, está teniendo implicaciones macroeconómicas muy severas en el contexto de la actual recesión. Un punto de partida para la medición de tales efectos es la mera contabilización del impacto directo sobre la actividad de la economía española que se deriva de la trayectoria de la inversión residencial durante la fase de ajuste, mediante el cálculo de las contribuciones de este componente al crecimiento del PIB. De acuerdo con esta aproximación, la inversión en vivienda podría restar directamente en torno a 1 pp en el promedio anual del crecimiento del PIB en el período 2008-2011, ascendiendo la máxima aportación negativa anual a 2 pp en 2009 (véase gráfico 3). En términos acumulados, la contracción de la inversión en vivienda supondría una detracción de unos 4 pp en el nivel del PIB de 2011 en comparación con el de finales de 2007³.

2. De acuerdo con la Cuenta Satélite de la Vivienda, las actividades de rehabilitación tienen un peso próximo al 21% en el total de la inversión en viviendas. **3.** Este impacto incorpora el efecto de la menor demanda de inversión residencial sobre el valor añadido de la rama de la construcción y del resto de ramas que intervienen en la producción de las viviendas.

En cualquier caso, este cálculo es una cota inferior al tamaño de los efectos, pues la evaluación de las consecuencias macroeconómicas del proceso de redimensionamiento del sector de la vivienda ha de tener en cuenta los canales de transmisión adicionales, que afectan al resto de la demanda interna y al saldo neto exterior. Para aproximar el tamaño de los efectos totales se ha hecho uso del Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE). En este modelo, la disminución de la inversión residencial conduce a una reducción de la actividad y, en consecuencia, de la inversión productiva. La caída resultante del empleo da lugar a efectos de segunda vuelta, al afectar a la renta disponible de los hogares y, por tanto, a su gasto. Adicionalmente, la menor demanda de viviendas da lugar a una disminución de sus precios, lo que reduce la riqueza de las familias, ejerciendo un impacto negativo adicional sobre el gasto de estos agentes. De acuerdo con el MTBE, el impacto total del ajuste residencial pasaría a ser de -1,3 pp del PIB, en promedio anual, y de -5,4 pp en términos acumulados a finales de 2011 (véase gráfico 4)⁴. Cabe notar que esta estimación no incorpora los previsible efectos positivos sobre el crecimiento del PIB que tendrán lugar cuando se haya producido la reasignación sectorial de los recursos productivos excedentarios en la construcción de viviendas (efectos que no se contemplan aquí, ya que, probablemente, tendrán lugar en su mayor parte más allá del horizonte temporal aquí considerado).

La estimación aquí presentada del impacto macroeconómico del ajuste del mercado de la vivienda en 2010 y 2011 está, obviamente, sometida a diversas fuentes de incertidumbre, entre las que se encuentra el ritmo al que se vaya absorbiendo el exceso de oferta acumulado, a su vez dependiente de la evolución de los precios y de la demanda efectiva de nuevas viviendas. En este último sentido, las previsiones demográficas del INE más recientes, que apuntan a una moderación significativa del crecimiento de la población, sugieren que las necesidades de vivienda a medio plazo serán menores. No obstante, es probable que los elevados niveles de precios alcanzados en los últimos años del período de auge y, más recientemente, el entorno menos favorable para el acceso a la financiación hayan provocado que algunos compradores potenciales no hayan podido acceder a este mercado, por lo que no cabe descartar que exista una demanda embalsada que podría materializarse como consecuencia del ajuste en curso de los precios y de la gradual normalización de las condiciones de concesión de créditos en el futuro.

4. En el ejercicio realizado se compara el escenario definido por los valores observados de la inversión residencial y del precio de la vivienda hasta el cuarto trimestre de 2009, y las previsiones para estas dos variables hasta 2011 contempladas en el último Informe de Proyecciones del Banco de España con otro escenario en el que la inversión residencial se hubiera mantenido constante hasta 2011 en el nivel observado en el tercer trimestre de 2007 y los precios de la vivienda hubieran evolucionado en una senda compatible con este nivel de inversión alternativo. Por último, el ejercicio realizado tiene en cuenta que la menor demanda residencial no se traduce en un retroceso tan intenso de las importaciones como el que ocurre cuando cae la demanda interna, excluida la vivienda.



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

a. Estadística de transacciones inmobiliarias del Ministerio de Vivienda. Acumulado de cuatro trimestres.

El peso de las viviendas protegidas está incrementándose sustancialmente

El descenso en el número de iniciaciones ha estado concentrado principalmente en el segmento de la vivienda libre, que ha absorbido casi el 90% de la contracción total desde los máximos. Por su parte, la porción del mercado relacionada con la vivienda protegida también ha reducido sus niveles de iniciación, pero de forma mucho más moderada, induciendo un incremento significativo en el porcentaje que supone este componente sobre el total de viviendas iniciadas, hasta alcanzar la mitad.

La capacidad de financiación de los hogares repuntó notablemente, hasta el 7,1% del PIB

La recomposición de la tasa de ahorro, junto con el retroceso de la inversión en vivienda, condujo a que en 2009 la capacidad de financiación de los hogares —que en 2008 había vuelto a ser ligeramente positiva, tras varios años con el signo contrario— aumentara de forma muy pronunciada, hasta el 7,1% del PIB.

La inversión empresarial registró una fuerte contracción en el año 2009, con un cambio de tendencia en los últimos meses

La inversión empresarial registró una caída sin precedentes, del 18%. Esta contracción estuvo asociada a la desfavorable situación de la demanda —que ha llevado la utilización de la capacidad productiva a un mínimo histórico—, al deterioro de las perspectivas económicas (nacionales e internacionales) y al endurecimiento de las condiciones de financiación externa de las

empresas. A pesar de que disminuyeron los costes de financiación bancaria, los criterios aplicados por las entidades de crédito para la concesión de préstamos se hicieron más estrictos durante el año y el coste de uso del capital en términos reales se incrementó, al descender más intensamente la inflación, en un entorno de debilidad de la demanda. Finalmente, la financiación a través del recurso a los mercados se vio afectada por el incremento del coste de la deuda pública. Además, la situación financiera de las empresas experimentó un deterioro, debido, sobre todo, al descenso de las rentabilidades, mientras que la ratio de endeudamiento se mantuvo en niveles elevados, dado el retroceso de los resultados económicos. Todos estos factores ejercen una influencia inhibitoria de la puesta en marcha de proyectos de inversión.

La caída fue especialmente intensa en el gasto en bienes de equipo y se materializó en retrocesos de la inversión en todas las ramas productivas

La caída fue generalizada a todos los componentes de la inversión productiva privada y revistió particular intensidad en el caso de los bienes de equipo, que retrocedieron un 28%. Dentro del equipo, destacó la contracción de la maquinaria, mientras que la inversión en transporte descendió en menor medida, impulsada a partir del verano por la entrada en vigor del Plan 2000E. Por su parte, la inversión en construcción no residencial registró una contracción más moderada, sustentada en el mantenimiento de los proyectos de inversión en infraestructuras de empresas públicas (véase cuadro 5.3). Por ramas productivas, el retroceso fue generalizado, si bien registró su mayor intensidad en las ramas industriales, en línea con el deterioro más acusado del componente de maquinaria. En conjunto, el ajuste de la inversión en equipo está siendo similar al de la anterior recesión, pero algo más intenso que el registrado en la UEM (véase gráfico 5.5).

La caída de la inversión empresarial y el incremento del ahorro permitieron recortar de forma significativa las necesidades de financiación de las sociedades

En 2009 se registró un moderado incremento del ahorro empresarial, impulsado por la fuerte reducción del pago de intereses y, en menor medida, por el descenso del pago del impuesto de sociedades, que compensaron la menor aportación del excedente bruto de explotación (véase gráfico 5.5). Este aumento del ahorro empresarial, junto con la fuerte contracción de la formación bruta de capital, permitieron un nuevo recorte de las necesidades de financiación del sector, hasta el 2,2% del PIB, 9 pp menos que el máximo alcanzado dos años antes.

Las AAPP realizaron una aportación positiva al crecimiento de la demanda

Por último, la demanda de las AAPP mantuvo un fuerte dinamismo en 2009, como consecuencia del avance del consumo público y de la fortaleza de la inversión pública, impulsada por los Fondos de Inversión Local (véase cuadro 5.3). El programa de consolidación puesto en marcha por el Gobierno en la Actualización del Programa de Estabilidad y el paquete adicional de medidas adoptado en mayo implicarán la reversión de estos efectos en los próximos trimestres.

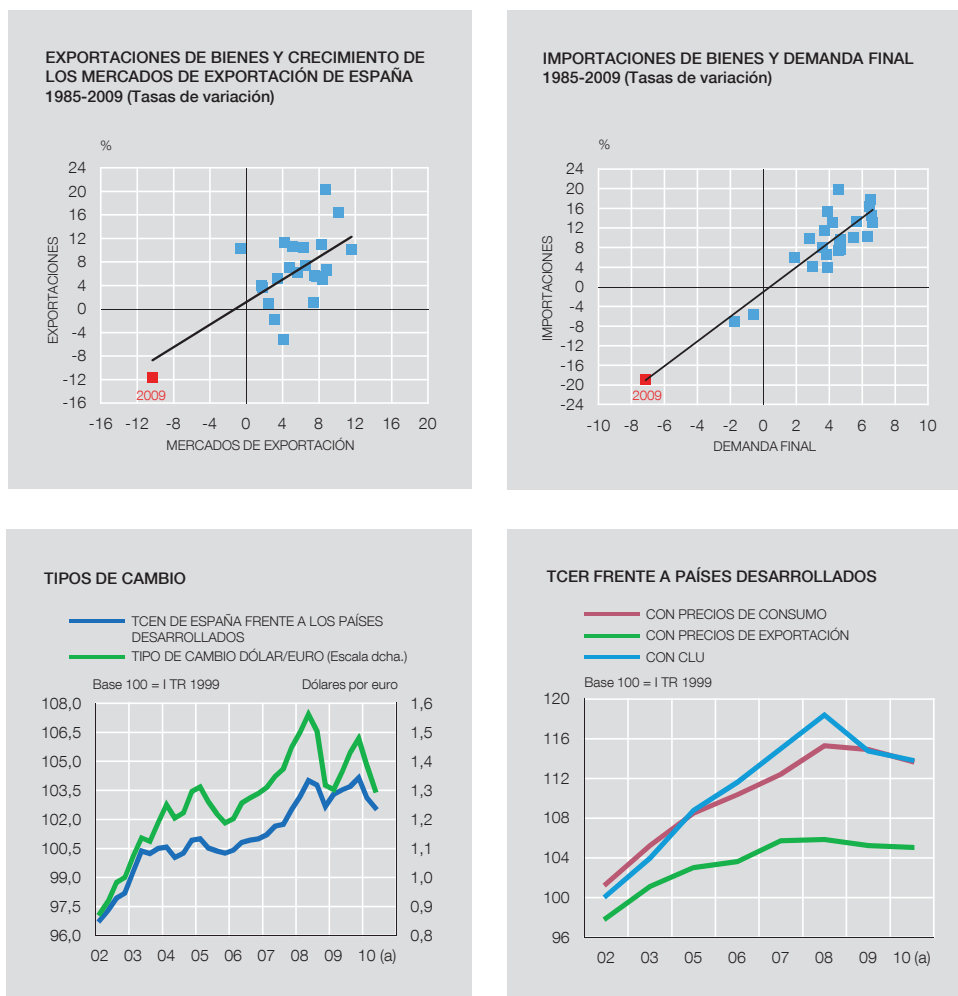
3.2 LA DEMANDA EXTERIOR

En 2009 la aportación positiva de la demanda exterior al PIB alcanzó valores no observados en las últimas décadas

La demanda exterior neta amplió de forma significativa su aportación positiva al crecimiento del PIB en 2009 (hasta 2,8 pp), atenuando el impacto negativo sobre la economía del gasto interno. Detrás de este aumento se encuentra la intensa contracción de las importaciones de bienes y servicios en términos reales (-17,9%), propiciada por la debilidad de la demanda final, ya que las exportaciones también se redujeron significativamente en el conjunto de 2009 (-11,5%), en un contexto de fuerte contracción de los mercados internacionales (véase gráfico 5.6). Tanto las exportaciones como las importaciones atenuaron su ritmo de caída a medida que avanzaba el año, de forma que la contribución del sector exterior al crecimiento del producto comenzó a moderarse en el tercer trimestre de 2009, aunque se espera que siga siendo positiva en 2010.

Tras la notable contracción de los primeros meses de 2009, las exportaciones de bienes se recuperaron a medida que avanzaba el año, lo que se reflejó en aumentos de las cuotas de exportación

Pese a la fuerte caída observada en el conjunto de 2009, las exportaciones de bienes en términos reales mostraron tasas de crecimiento intertrimestrales positivas desde el segundo trimestre del año. Esta rápida recuperación reflejó tanto el impacto positivo de la reactivación económica a escala mundial como la incidencia de factores relacionados con las medidas extraordinarias implementadas en algunos países para impulsar la demanda; en particular, los programas de apoyo a la compra de automóviles en la UE —adonde se dirige el 80% de las exportaciones españolas— y al desarrollo de infraestructuras en China —que ha impulsado las ventas de me-



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

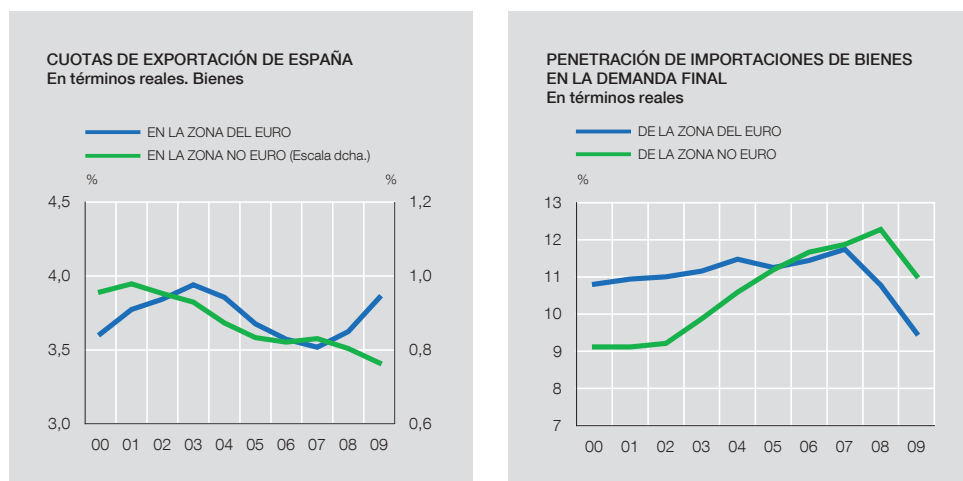
a. Promedio de datos disponibles.

tales—. La desaparición progresiva de estas medidas a lo largo de 2010 incidirá negativamente sobre las exportaciones españolas de bienes, aunque cabe esperar que este efecto sea más que compensado por el mayor dinamismo de los mercados de exportación y por las ganancias de competitividad-precio, prolongando las tendencias observadas en 2009 (véase gráfico 5.6).

En el conjunto de 2009, la cuota de exportación de España en el mundo, en términos reales, se amplió, pues la ganancia de cuota en la zona del euro más que compensó la pérdida registrada en el resto del mundo (véase gráfico 5.7).

Las exportaciones de servicios se redujeron sensiblemente en 2009, aunque los ingresos por turismo empezaron a mejorar en el último trimestre

Las exportaciones de servicios también registraron caídas significativas en 2009 (-9,6%), especialmente en el caso de los servicios no turísticos (-12,5%), muy afectados por el desplome del comercio de bienes. Los ingresos por turismo descendieron un 7,1% en el conjunto del año, caída algo superior a la prevista por la Organización Mundial del Turismo para los ingresos mundiales, lo que refleja tanto la debilidad del gasto en las economías de las que procede el grueso de los turistas que llegan a España como la apreciación del tipo de cambio del euro frente a algunas divisas (la libra, en particular) y la creciente competencia del sector, por la ampliación de destinos turísticos (en el Mediterráneo oriental, principalmente).



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, OCDE, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Economía y Hacienda.

Las importaciones de bienes registraron un severo retroceso, que se atenuó en la segunda mitad del año

Al igual que las exportaciones, las importaciones de bienes se redujeron sensiblemente en el conjunto del año 2009 —un 18,9% anual, descenso no observado en los últimos treinta años—, a pesar de que moderaron notablemente su ritmo de caída a medida que avanzaba el año. La evolución de las compras al exterior estuvo condicionada inicialmente por la contracción del gasto interior y de las exportaciones, mientras que en los últimos meses del año la recuperación de las ventas al exterior y de la actividad industrial en las ramas con una mayor orientación exportadora impulsó las importaciones, especialmente de bienes intermedios no energéticos. Como cabría esperar, en 2009 continuó reduciéndose la penetración de las importaciones en la demanda final.

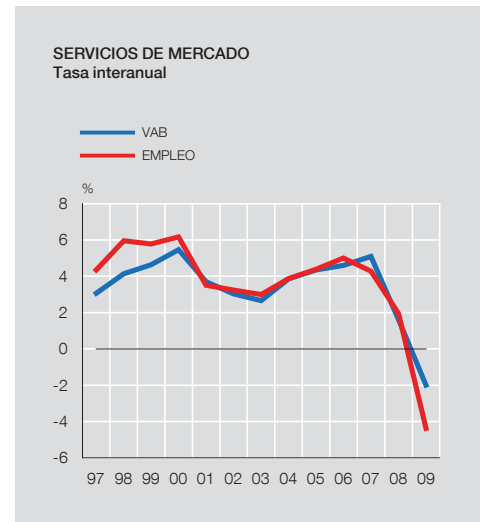
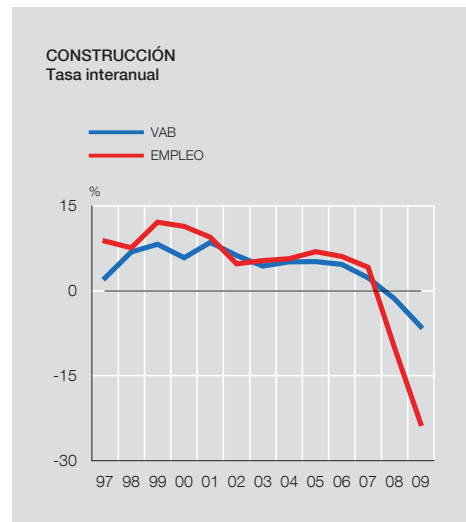
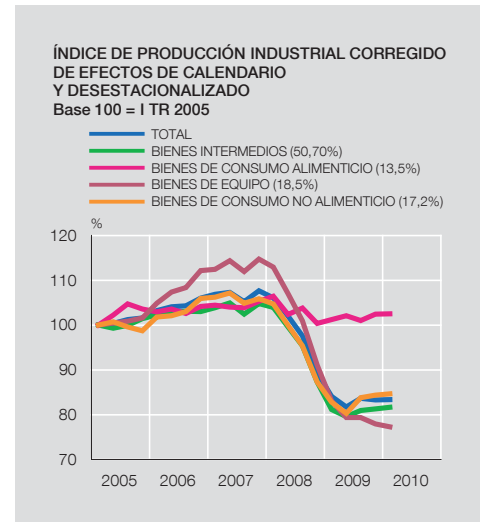
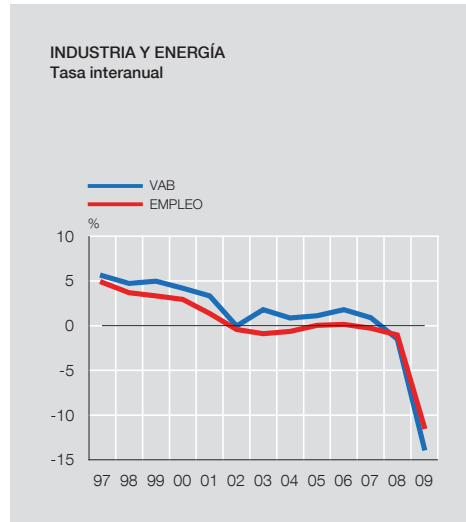
En línea con el resto de transacciones con el exterior, las importaciones de servicios en términos reales cayeron notablemente en 2009 (un -14,2%), con descensos similares en los servicios turísticos y en los otros servicios. En cuanto a los pagos por turismo, además de la desaceleración de la renta y de la caída de la riqueza, el repunte de la tasa de paro y la incertidumbre sobre las perspectivas laborales propiciaron la sustitución de los viajes al exterior por turismo interior, lo que explicaría su descenso en 2009 y anticiparía una lenta recuperación.

4 La actividad

El fuerte descenso del PIB fue el resultado de intensas caídas en todas las ramas de la economía de mercado

La contracción de la actividad fue generalizada en todos los sectores de la economía de mercado, cuyo valor añadido bruto (VAB) cayó casi un 5% en 2009, 1,3 pp más que el propio PIB. Por su parte, el VAB de los servicios de no mercado creció un 2,5%, aunque con un perfil de acusada desaceleración a lo largo del año.

El sector en el que el comportamiento contractivo revistió mayor intensidad fue el de industria y energía, cuyo valor añadido descendió casi un 14% en el conjunto de 2009 (véase gráfico 5.8). Según se desprende de la evolución del IPI, las ramas productoras de bienes intermedios y, especialmente, de bienes de equipo fueron las más afectadas, mientras que la producción de bienes de consumo tuvo un comportamiento menos negativo gracias al componente alimenticio, que ha resistido mejor los embates de la crisis debido a la menor elasticidad-renta de la demanda de estos bienes. La industria farmacéutica fue la única rama industrial que creció, aunque modestamente, en el año 2009.



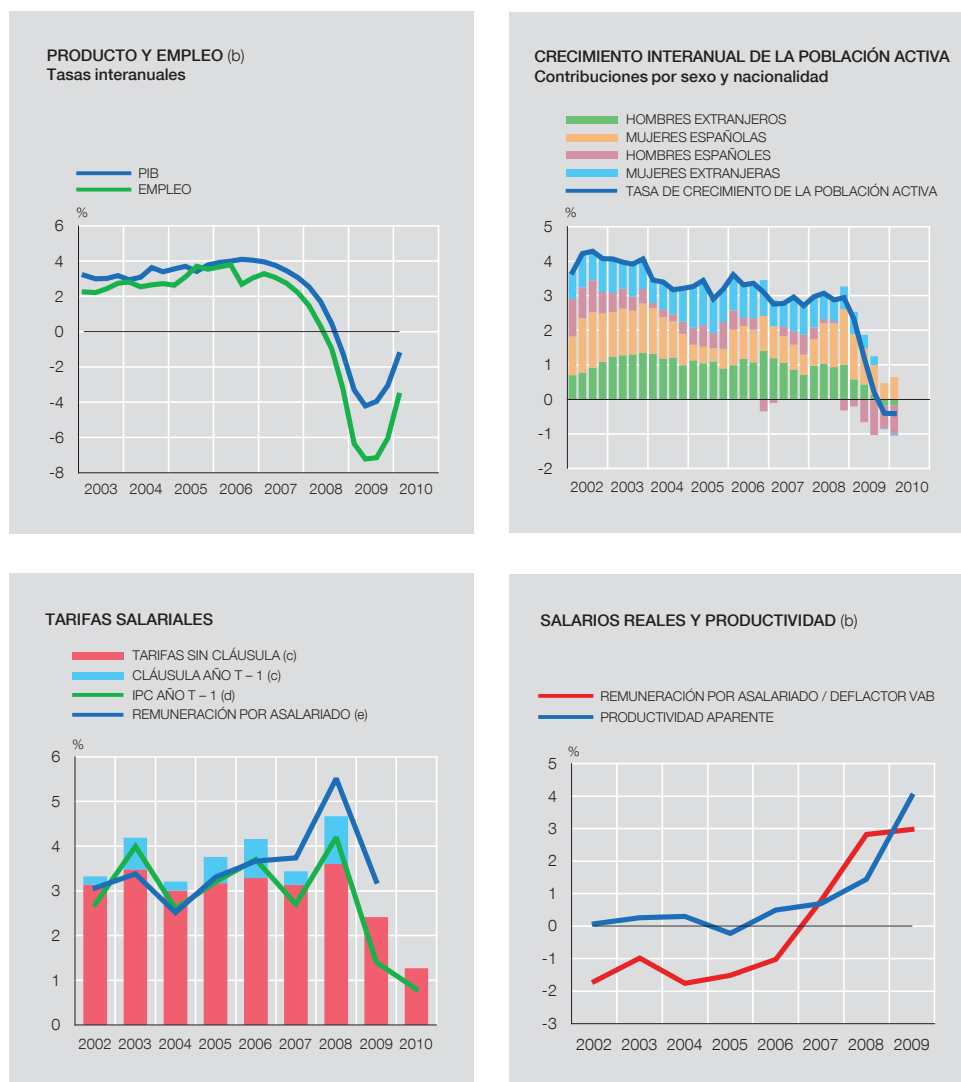
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En la construcción, las medidas de estímulo público permitieron contrarrestar parcialmente la intensa corrección de la obra residencial...

El VAB de la construcción intensificó su caída en 2009, hasta algo más del 6%, en un contexto en que, como ya se comentó en el apartado anterior, la obra civil, impulsada por el Fondo Estatal de Inversión Local, y la rehabilitación residencial amortiguaron parcialmente el retroceso del componente de edificación de nuevas viviendas. En 2010, el Fondo Estatal de Sostenibilidad Ambiental Local ayudará a mantener de forma transitoria un cierto dinamismo de la construcción, aunque la debilidad de la oferta residencial y el intenso ajuste de la inversión pública sugieren que el VAB de la construcción continuará descendiendo.

... mientras que los servicios de mercado, aunque con mayor resistencia, también cayeron

La actividad en el conjunto de las ramas de los servicios de mercado mostró una mayor resistencia que la de otros sectores productivos, aunque tampoco pudo sustraerse a los efectos de la crisis. Su VAB se contrajo en 2009 un 2% (frente al crecimiento del 1,6% en 2008). Según se desprende de la evolución del indicador de actividad del sector servicios, el retroceso fue generalizado a todas las ramas, destacando, por su magnitud, las caídas del comercio, transporte y servicios a empresas, con tasas de descenso entre el 12% y el 15%. En el ramo del comercio, la desfavorable evolución al inicio de 2009 fue contrarrestada desde el verano por la moderación de los aumentos de precios, junto con las agresivas campañas de rebajas.



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.
- b. CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo.
- c. Con datos de convenios hasta abril de 2010.
- d. Tasa interanual de diciembre.
- e. Economía de mercado.

5 El mercado de trabajo

El mercado de trabajo mostró con claridad sus deficiencias estructurales, amplificando las caídas de la actividad económica

El mercado de trabajo amplificó las caídas observadas en la actividad, con un descenso del empleo del 6,7% en el promedio de 2009, que solo fue moderándose a lo largo del año y que continuó en los primeros meses de 2010 (véase gráfico 5.9). La caída de la ocupación fue más acusada en el sector privado, que acumuló un descenso de casi 2,5 millones de puestos de trabajo desde el comienzo de la crisis hasta el inicio de 2010. Esta evolución redujo la tasa de ocupación hasta el 59,1% en el primer trimestre de 2010, alejándose del objetivo fijado por la UE de 65% para este año.

La productividad aparente del trabajo registró un acusado repunte, hasta una tasa del 3,3% en el promedio del año (frente al 0,4% entre 1995 y 2009). Este repunte, aunque habitual en la economía española en épocas recesivas, está ligado en esta ocasión, en primer lugar, al comportamiento del sector de la construcción, en el que el ajuste del segmento residencial

se tradujo en aumentos muy altos de la productividad media (22%). En los servicios, el avance de la productividad fue también elevado (2,5%), mientras que se observaron descensos en la industria (-2,7%). Adicionalmente, el avance de la productividad se ha visto favorecido por la concentración de la destrucción de empleo en puestos de trabajo de productividad reducida, por tratarse de empleos de carácter temporal y con antigüedad y formación inferiores a la media. En este contexto, el aumento de la ratio capital-trabajo derivado del intenso ajuste del empleo habría sido el factor determinante del incremento de la productividad aparente del trabajo.

El ajuste del empleo, aunque generalizado, fue especialmente intenso en la construcción y en los trabajadores con contrato temporal y con menor nivel de formación

El empleo en la construcción disminuyó cerca de un 24% en 2009, con un perfil trimestral de cierta moderación de los intensos descensos mostrados a principios de año, por los efectos del Fondo de Inversión Local. La destrucción de empleo también fue elevada en la industria (-11,3%) y en los servicios de mercado (-4,4%). La destrucción de puestos de trabajo se concentró en los asalariados con contrato temporal, que disminuyeron un 18,4% en 2009 y concentraron el 80% de las pérdidas acumuladas del empleo desde el inicio de la crisis. Por su parte, los asalariados con contrato indefinido mostraron un descenso del 0,9%, con caídas significativas solo en la construcción y en las ramas industriales. Esta evolución situó la ratio de temporalidad en el 25,4% en 2009, más de 6 pp por debajo de su nivel en 2007 y la ratio más baja de los últimos 20 años. Por colectivos de trabajadores, la destrucción de empleo afectó con especial intensidad a los hombres, a los trabajadores inmigrantes, a los grupos de menor edad y a aquellos con menor nivel de formación, en parte como consecuencia de su mayor exposición al sector de la construcción y a la temporalidad.

El fuerte deterioro del mercado laboral frenó tanto las entradas de inmigrantes como las decisiones de participación

La oferta de trabajo reaccionó al fuerte deterioro del mercado laboral mostrando descensos en la tasa de actividad en la segunda mitad del año que ralentizaron el crecimiento de la población activa, hasta un crecimiento del 0,8% en el promedio de 2009 (3% en 2008) y llegando a presentar un retroceso interanual del 0,4% en el último trimestre del año, que se mantuvo en el primero de 2010. A esta ralentización contribuyeron también las menores entradas netas de inmigrantes, que reaccionaron con intensidad a las peores condiciones del mercado laboral. Las estimaciones del INE muestran un descenso de los flujos de entrada, pero también un fuerte repunte de las salidas, que incluso produjeron una caída de la población extranjera en el primer trimestre de 2010. Como consecuencia, el crecimiento de la población se frenó, hasta casi estancarse a partir de finales de 2009. Por otra parte, el impacto de situación cíclica sobre las decisiones de participación fue especialmente acusado entre los hombres y los grupos de edades más jóvenes, entre los que parece detectarse una prolongación de las etapas dedicadas a la formación. El colectivo femenino mantuvo un dinamismo elevado, aunque también comenzó a reaccionar al deterioro del mercado laboral, en particular entre los grupos de edades más jóvenes y mayores.

La tasa de paro continuó aumentando, hasta situarse en el 20% en los meses iniciales de 2010...

El número de desempleados aumentó un 60,2% en 2009 y la tasa de desempleo se situó en el 20% a principios de 2010, tras los fuertes aumentos observados en los dos años anteriores. Este incremento fue el resultado, principalmente, de la magnitud de los flujos de salida del empleo, especialmente acusada entre aquellos trabajadores con contrato temporal y poca antigüedad, mientras que las salidas del desempleo, aunque se resintieron desde el inicio de la crisis, se mantuvieron en un nivel aún relativamente elevado. Como resultado, la incidencia relativa del desempleo de larga duración, aunque repuntó, se mantiene en niveles comparativamente bajos respecto a otros períodos recesivos (38,7% en el primer trimestre de 2010), pero afecta ya a casi 1,8 millones de personas, siendo previsibles nuevos aumentos en los próximos trimestres. Resulta prioritario, por tanto, que las políticas activas de empleo concentren sus mayores esfuerzos en aumentar la empleabilidad del elevado colectivo de parados que se ha generado durante esta crisis, evitando la acumulación de

largos períodos en el desempleo, que reducen significativamente la probabilidad de salida de dicha situación.

... pese a lo cual, los salarios volvieron a repuntar en términos reales, mostrando una escasa sensibilidad a las peores condiciones cíclicas

A pesar del intenso deterioro del empleo, los salarios apenas flexionaron a la baja en 2009, más allá de la moderación asociada con la intensa caída de la inflación. Este comportamiento estuvo estrechamente ligado a la escasa reacción cíclica de las tarifas salariales acordadas en la negociación colectiva, que mostraron un aumento del 2,4% en 2009, frente al 3,6% de 2008, y donde ni siquiera los convenios de nueva firma en el año mostraron un ajuste salarial acorde con el deterioro del mercado laboral (con un aumento medio del 2,1%) (véase gráfico 5.9). Por su parte, en los convenios revisados, que son mayoritarios, dado el carácter plurianual de la mayoría de los convenios negociados, se fijó un crecimiento salarial superior (2,5%). El avance de la negociación colectiva en 2010 es aún reducido, pero los datos acumulados hasta el mes de abril, apuntan a que el acuerdo firmado por los agentes sociales para el período 2010-2012 está contribuyendo a una moderación salarial más intensa en este ejercicio, con un incremento salarial del 1,3%, que se acerca al 1% en el caso de los convenios de nueva firma. El significativo recorte de los salarios de los empleados públicos (5% en media), que será aplicable a partir del mes de junio de 2010, deberá reflejarse en un mayor grado de moderación de los incrementos de la remuneración que se acuerden en el ámbito de la negociación colectiva en el sector privado.

Las estimaciones de la remuneración por asalariado de la CNTR reflejaron esta evolución de la negociación colectiva, con un aumento del 3,2% en la economía de mercado (3,7% en el total de la economía) que implica una deriva salarial¹ positiva en este año (de unos 0,7 pp), que cabe relacionar con los efectos composición derivados de la concentración de la destrucción de empleo en puestos de trabajo temporales con salarios, en promedio, inferiores. En términos reales, los salarios volvieron a repuntar con intensidad en 2009, manteniendo un avance superior al 3%, después de los descensos observados en los años de fuerte expansión del empleo.

6 Los precios y los costes

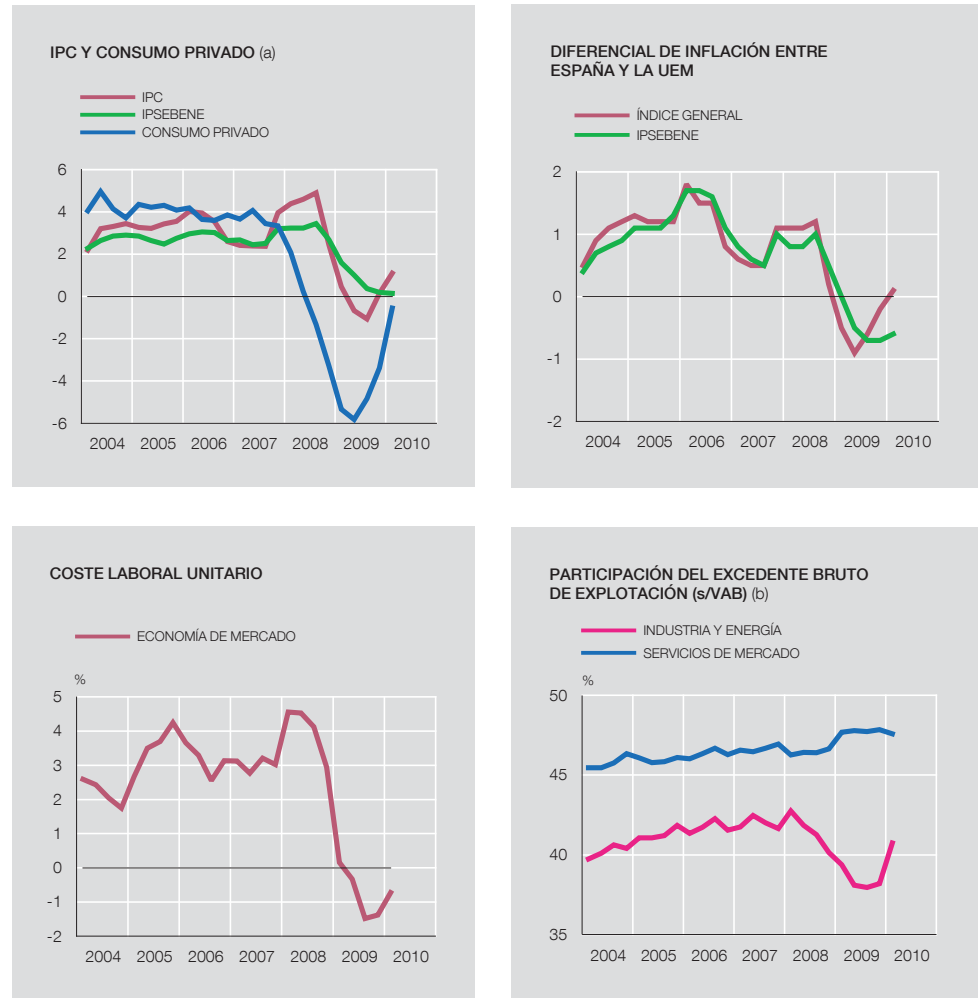
La inflación está alcanzando registros históricamente reducidos, reflejando la acusada caída del gasto privado...

La notable caída del gasto privado durante la recesión está contribuyendo a una intensa moderación de las presiones inflacionistas en la economía española. Este fenómeno se identifica con mayor claridad utilizando el IPSEBENE —índice de precios que excluye los componentes más volátiles— en lugar del índice general. Desde el inicio de la Unión Monetaria hasta el verano de 2008, el IPSEBENE mostró ritmos interanuales elevados, en un contexto de robusta expansión del gasto privado (véase gráfico 5.10). A partir de entonces, la brusca pérdida de vigor del consumo privado ha venido acompañada, aunque con cierto retraso, de un proceso igualmente pronunciado de desaceleración de esta medida de inflación. De este modo, la tasa de variación del IPSEBENE se ha reducido hasta el -0,1% en abril de 2010, 3 pp menos que en el promedio de 2008. Esta evolución podría interpretarse como reflejo de un aumento de la sensibilidad de la inflación al ciclo con respecto a su promedio histórico.

... que se ha traducido en un ajuste de los costes laborales unitarios y de los márgenes

La mayor contención cíclica de los precios fue resultado, por un lado, de una sustancial desaceleración de los costes laborales unitarios (CLU), debida, no al comportamiento de la remuneración por asalariado —que, como ya se ha señalado, solo se acompasó de forma muy parcial a la evolución cíclica—, sino a las elevadas ganancias de productividad obtenidas por las empresas mediante el ajuste del empleo. Por otro lado, los márgenes empresariales, medidos como la proporción que representa el excedente en el VAB, tendieron a estabilizarse en 2009 en el caso de los servicios de mercado, mientras que en la industria retrocedieron notablemente.

1. Definida como la diferencia entre el incremento de la remuneración por asalariado de la CNTR y el incremento de las tarifas salariales acordadas en la negociación colectiva.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de crecimiento interanuales.
b. Niveles.

La moderación de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos ha sido pronunciada

Dentro del IPSEBENE, los precios de los servicios, históricamente caracterizados por un elevado grado de rigidez, han registrado una acusada desaceleración, desde el entorno del 4% en el verano de 2008 hasta el 0,8% en abril de 2010. La contracción del gasto motivó que los precios de algunos servicios que habían venido mostrando un elevado grado de rigidez, como los de restauración, presentaran una evolución mucho menos expansiva. Este comportamiento podría indicar un cambio de patrón que, si se confirma, facilitaría mucho los ajustes que tiene que hacer la economía para encontrar una nueva senda de crecimiento sostenible. El ajuste en los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos ha sido igualmente notable (desde el 0,5% a finales de 2008 hasta el -1,5% en abril de este año), en un contexto en el que los precios industriales de este tipo de bienes se han moderado gradualmente y sus precios de importación han experimentado una trayectoria descendente. Cabe destacar la reducción de precios de los automóviles, como consecuencia de la debilidad de la demanda.

En el conjunto de 2009, el IPC general fue negativo por primera vez desde 1952

La moderación del IPSEBENE se ha reflejado en el índice general de precios de consumo, aunque la evolución de este último se ha visto alterada por la trayectoria volátil de los precios de la energía. Así, estos precios contribuyeron a la fuerte desaceleración que experimentó el IPC general entre el verano de 2008 y mediados de 2009 (hasta el -1,4% en julio), así como

a su repunte posterior, hasta el 1,4% en marzo de 2010. En la media de 2009, el IPC general experimentó una variación negativa por primera vez desde 1952, situándose en el -0,3% (4,4 pp por debajo del registro de 2008). Finalmente, la desaceleración de las presiones inflacionistas se está viendo reforzada por la evolución de los precios de los alimentos, que mostraron caídas, favorecidas por la trayectoria de los precios de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales, los precios de importación de estos bienes y los precios de producción nacional.

La moderación de las presiones inflacionistas se manifestó también en otros indicadores de precios

La desaceleración de los deflatores de la demanda en 2009 fue generalizada, reflejando la contracción de la actividad, que hizo que se registraran tasas negativas para todos los componentes, con la excepción del consumo público. En este contexto, el deflactor del PIB aumentó un 0,2%, frente al 2,5% de incremento del año anterior.

El diferencial de inflación con el área del euro fue negativo, por vez primera desde el inicio de la Unión Monetaria...

La reducción de la inflación de precios de consumo fue más intensa en España que en el conjunto de países del área del euro, como consecuencia, por un lado, del ajuste comparativamente más acentuado del gasto de las familias y, por otro lado, de la moderación más acusada de los CLU. En este contexto, el diferencial de inflación —medido con el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— cayó en el conjunto de 2009 hasta -0,5 pp, valor negativo por primera vez desde el inicio de la UEM y muy inferior a la media de este período (0,9 pp). Aunque el diferencial mostró acusadas oscilaciones, reflejo de las de su componente energético, la inflación española en términos del IPSEBENE ha venido experimentando ritmos de avance sistemáticamente por debajo de los de la zona del euro desde comienzos de 2009 (véase gráfico 5.10).

... lo que favoreció una mejora de los indicadores de competitividad-precio de la economía española

Los índices de competitividad-precio y coste frente a los principales países desarrollados registraron una mejoría en 2009 (véase gráfico 5.6). Asimismo, en el caso de la zona del euro, los diferenciales favorables antes comentados en términos de precios de consumo y de CLU permitieron revertir la tendencia a la pérdida de competitividad-precio que se había venido registrando desde 1999.

En el futuro próximo, cabe esperar el mantenimiento de tasas de inflación reducidas

Para 2010 y 2011, cabe esperar un escenario de moderación de la inflación, como consecuencia de la previsible atonía de la demanda, que presionará a la baja sobre los márgenes empresariales. Además, el acuerdo plurianual para la negociación colectiva, la elevada tasa de paro y el recorte en los salarios públicos acotarán las demandas salariales en el sector privado. Por el contrario, la subida de los tipos del IVA contribuirá a elevar la inflación de forma transitoria, si bien se espera que la cuantía de este efecto sea relativamente moderada, dado que la propia debilidad del gasto limitará la capacidad de las empresas para trasladar el alza impositiva a sus precios finales.

7 Las necesidades de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales

La necesidad de financiación de la nación se redujo sustancialmente en 2009, sobre todo, por la mejora de la balanza comercial

El elevado déficit exterior que la economía española presentó durante la última fase expansiva se redujo significativamente en 2009. Según datos de la Contabilidad Nacional, la necesidad de financiación de la nación alcanzó el 4,7% del PIB, 4,4 pp menos que en 2008. En la primera mitad de 2010, la necesidad de financiación ha continuado reduciéndose, aunque a un ritmo inferior al del año anterior. En el recuadro 5.2 se analiza en qué medida esta corrección responde a factores cíclicos o transitorios.

La mejoría del saldo exterior se concentró en la balanza por cuenta corriente, que descendió hasta el 5,1% del PIB en 2009 (9,5% en 2008), ya que el superávit por operaciones de capital se mantuvo prácticamente estable (0,4% del PIB) (véase gráfico 5.11). Dentro de la cuenta corriente, destacó la disminución del saldo negativo de la balanza comercial (hasta el 4,2% del PIB) y, en mucha menor medida, del de rentas de inversión, transferencias corrientes y servicios no turísticos, mientras que el superávit turístico se estrechó en 2009.

El elevado déficit exterior que la economía española presentaba al final de la etapa expansiva se está corrigiendo sustancialmente en la crisis actual. Según datos de la Contabilidad Nacional, la necesidad de financiación de la economía española, tras alcanzar un máximo del 9,6% del PIB en el año 2007, se redujo hasta el 4,7% del PIB en 2009 (véase gráfico 1). Esta corrección se explica, fundamentalmente, por la disminución del déficit de la balanza de bienes y servicios, que en 2009 alcanzó el 2,1% del PIB, muy inferior al valor registrado tan solo dos años antes (6,8% del PIB). Es importante evaluar qué parte del ajuste observado obedece a factores de carácter cíclico o transitorio, o a otros de naturaleza más permanente, cuyos efectos, por tanto, no desaparecerán cuando la situación económica se normalice.

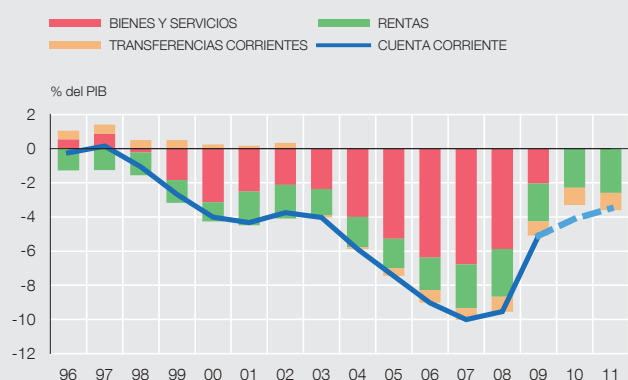
Desde el inicio de la desaceleración económica, a finales de 2007, la posición cíclica de la economía española, aproximada por el *output gap*, se ha deteriorado en mayor medida que la de sus principales socios comerciales. Además, el impacto de la crisis en el déficit exterior está siendo especialmente significativo en el caso de España, dada la elevada sensibilidad de las importaciones al crecimiento de la demanda final. Cabe esperar, por tanto, que una parte de la reciente

corrección del saldo negativo de la balanza de bienes y servicios se revierta, *ceteris paribus*, cuando la economía española retome una senda de crecimiento positiva. En todo caso, el menor dinamismo que la inversión inmobiliaria seguramente presentará en el futuro supondrá una corrección de carácter más permanente de la brecha entre inversión y ahorro, y, por tanto, un menor nivel del déficit exterior.

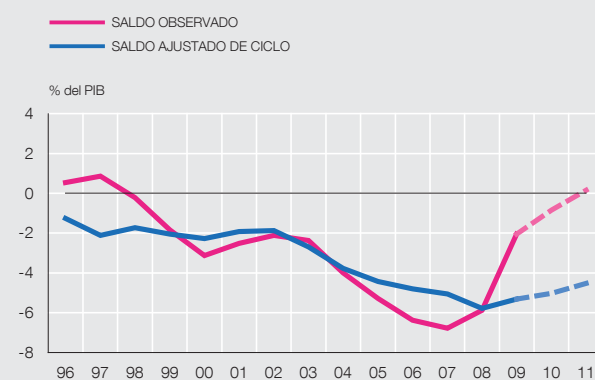
Las ecuaciones de exportación e importación de bienes y servicios de la economía española reestimadas recientemente por el Banco de España¹ pueden utilizarse para estimar el saldo de bienes y servicios ajustado de ciclo, que en este recuadro se define como el que se hubiera observado si tanto la economía española como la de sus principales socios comerciales hubieran crecido a una tasa similar a la de su PIB potencial². Este saldo ajustado solo corrige, por tanto,

1. Véase «Una reestimación de las funciones de exportación e importación de bienes y servicios de España», *Boletín Económico*, diciembre 2008, Banco de España. 2. El PIB potencial de los socios comerciales de España se aproxima a través del que la OCDE estima para el conjunto de países de esa institución.

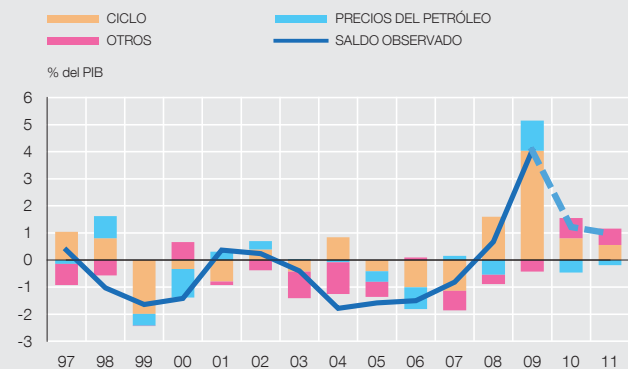
1 SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE: PRINCIPALES RÚBRICAS



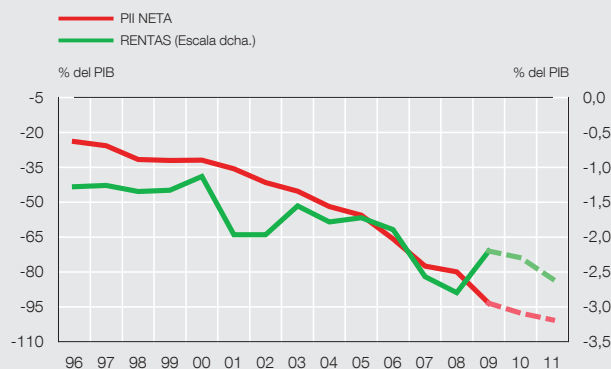
2 SALDO EXTERIOR DE BIENES Y SERVICIOS NOMINAL



3 VARIACIÓN DEL SALDO EXTERIOR DE BIENES Y SERVICIOS NOMINAL (a)



4 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL Y PAGOS NETOS DE RENTAS AL EXTERIOR



FUENTE: Banco de España.

a. Un signo positivo indica que la partida contribuye positivamente a la reducción del déficit.

de esas diferencias cíclicas, y no de otros factores, como las variaciones del precio del petróleo o cambios en la competitividad-precio, y esa estimación debe tomarse con la debida cautela, dadas las dificultades que existen para estimar con precisión la evolución del PIB potencial. De acuerdo con el gráfico 2, durante la última fase expansiva de la economía española, el déficit de bienes y servicios —que es una variable muy próxima al saldo primario frente al exterior, esto es, al saldo total, excluyendo los pagos por intereses— fue sistemáticamente superior al que se derivaría de una evolución cíclica en línea con el crecimiento potencial, y la brecha con el saldo ajustado de ciclo se amplió de forma significativa en los años de mayor crecimiento (2004-2007). A partir de 2008, el déficit de bienes y servicios ha disminuido intensamente, y ese descenso proseguirá previsiblemente en 2010 y 2011 de acuerdo con las proyecciones del Banco de España, pero según esta estimación dicho comportamiento se debe solo en una pequeña parte a la mejora del saldo ajustado de ciclo.

La importancia del ciclo en la reducción del déficit de la balanza de bienes y servicios se observa con más claridad en el gráfico 3, que presenta la aportación de distintos factores a la reducción del saldo exterior en porcentaje del PIB. Se aprecia la sustancial contribución del ciclo a la disminución del déficit en 2008 y 2009, y el papel que han ejercido las fluctuaciones del precio del petróleo, que en 2009 permitieron también que mejorara el saldo exterior. Las otras variables —que agrupan factores muy diversos, como la evolución de la competitividad o los cambios de expectativas— apenas explicarían las variaciones de los dos últimos años, aunque podrían desempeñar cierto papel en la mejora prevista para 2010 y 2011.

Desde el punto de vista de la composición, la evolución reciente del saldo por cuenta corriente ha venido condicionada fundamentalmente por el comercio de bienes y servicios, pero la mejoría del saldo por rentas de inversión y, en menor medida, de las transferencias corrientes también han contribuido positivamente a su corrección (véase gráfico 1). Los pagos netos de rentas disminuyeron de forma notable en 2009 (en seis décimas del PIB), por el impacto positivo de los menores tipos de interés, ya que la Posición de Inversión Internacional deudora neta (PII) continuó ampliándose

(véase gráfico 4), por lo que no cabe esperar que se produzcan descensos adicionales en el corto y en el medio plazo. Tampoco parece probable que el déficit por transferencias corrientes se recorte de forma significativa en el futuro, ya que previsiblemente las transferencias que España percibe de la Unión Europea seguirán disminuyendo.

La evolución del déficit exterior es fundamental para la sostenibilidad del endeudamiento de la nación. La dinámica de este endeudamiento depende tanto de la evolución de la relación entre el ahorro y la inversión nacional en el futuro como de la capacidad de la economía para generar recursos suficientes para acometer los pagos generados por la deuda acumulada en el pasado. En este sentido, el saldo exterior primario ha sido deficitario en 2009, tanto en términos del saldo observado ($-2,9\%$ del PIB) como del saldo ajustado de ciclo (en torno al -5%), por lo que el endeudamiento exterior neto que la economía española mantiene frente al resto del mundo tenderá a seguir creciendo³. De acuerdo con las previsiones, el saldo primario podría encontrarse próximo al equilibrio en 2011, pero debido, sobre todo, como se ha visto, a razones cíclicas. De ahí que, para detener el aumento continuado del endeudamiento exterior, será necesario alcanzar un superávit primario por cuenta corriente que tenga carácter permanente, lo que requiere que se produzcan mejoras capaces de compensar la influencia negativa que sobre el déficit tendrá la mejora cíclica de la economía. En suma, la elevada dependencia de la economía española de *inputs* importados, por un lado, y la sensibilidad de las exportaciones a la evolución de los precios de sus competidores, por otro, sugieren que una corrección permanente del déficit exterior exige cambios importantes en la estructura productiva española y una mejora significativa de la competitividad. En particular, sería conveniente una reasignación de los recursos hacia el sector de bienes y servicios comerciables, que se vería favorecida por la adopción de reformas que aumentaran la flexibilidad en los mercados de productos y de factores.

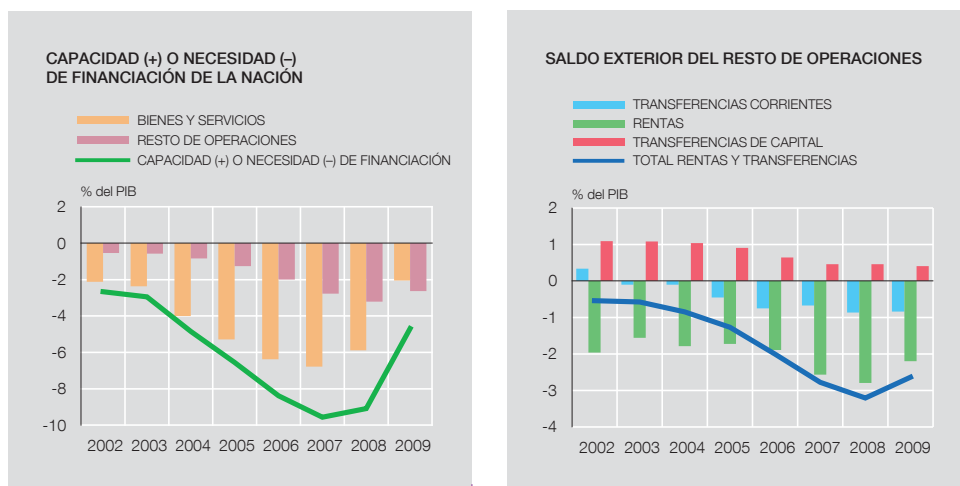
3. Se aproxima el endeudamiento exterior por la posición de inversión internacional neta que incluye también pasivos no exigibles, como las participaciones en el capital. Si se excluyera tanto en el activo como en el pasivo este tipo de instrumentos financieros, la PII neta se reduciría hasta el 87% del PIB.

El descenso de las necesidades de financiación se concentró en el sector privado, ya que el saldo negativo del sector público se amplió notablemente

La disminución de las necesidades de financiación de la economía española en 2009 reflejó principalmente el descenso de la inversión (de 4,4 pp del PIB, hasta el 24,4%), ya que la tasa de ahorro nacional bruto se estabilizó en torno al 20% (véase gráfico 5.12). Esta evolución agregada fue el resultado de un comportamiento muy dispar del sector privado y del sector público. En 2009 mejoró considerablemente la posición financiera del sector privado, como resultado del aumento del ahorro y de la reducción de la inversión: de una necesidad de financiación del conjunto de familias y empresas no financieras del 7% del PIB en 2008, se pasó en 2009 a una capacidad de financiación de casi el 5% del PIB, un cambio de 12 pp del PIB en un solo año. Por el contrario, las necesidades de financiación de las AAPP volvieron a incrementarse

CUENTA DEL RESTO DEL MUNDO

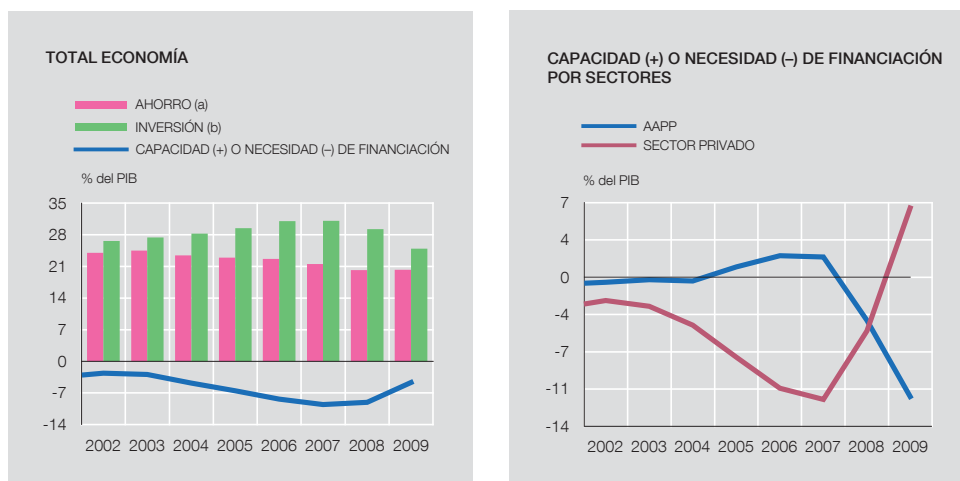
GRÁFICO 5.11



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

AHORRO, INVERSIÓN Y CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN

GRÁFICO 5.12



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Ahorro bruto.
b. Formación bruta de capital.

notablemente en 2009, con un déficit del 11,2% del PIB (7 pp más que el año anterior). A corto plazo se prevé que la corrección del déficit público, junto con la lenta recuperación del gasto privado, donde todavía queda pendiente cierto ajuste a la baja de la inversión, permitirá que las necesidades de financiación de la nación continúen reduciéndose.

El endeudamiento exterior de la economía española continuó aumentando en 2009 y se plasmó, sobre todo, en un aumento de la deuda de las AAPP en manos de no residentes

En línea con la evolución de las necesidades de financiación y de los precios de los instrumentos financieros que componen los activos financieros y pasivos frente al resto del mundo, la Posición de Inversión Internacional deudora neta de la economía española continuó ampliándose a lo largo de 2009 (hasta el 93,6% del PIB, frente al 81% de finales de 2008). La tendencia a la normalización de los mercados financieros internacionales permitió que la economía española volviera a cubrir sus necesidades de financiación con un mayor recurso a la inversión de cartera en renta fija —en particular, de deuda pública—.

1 Introducción

La evolución financiera estuvo condicionada por unas políticas económicas acomodaticias, un entorno recesivo y una gradual mejoría de los mercados financieros internacionales, que se ha quebrado en los primeros meses de 2010

Los costes de financiación del sector privado se han situado en niveles reducidos, aunque no se han apreciado signos de relajación en el resto de condiciones crediticias

La intensa desaceleración del crédito al sector privado, que ha llegado a registrar tasas interanuales negativas, ha respondido principalmente a factores cíclicos...

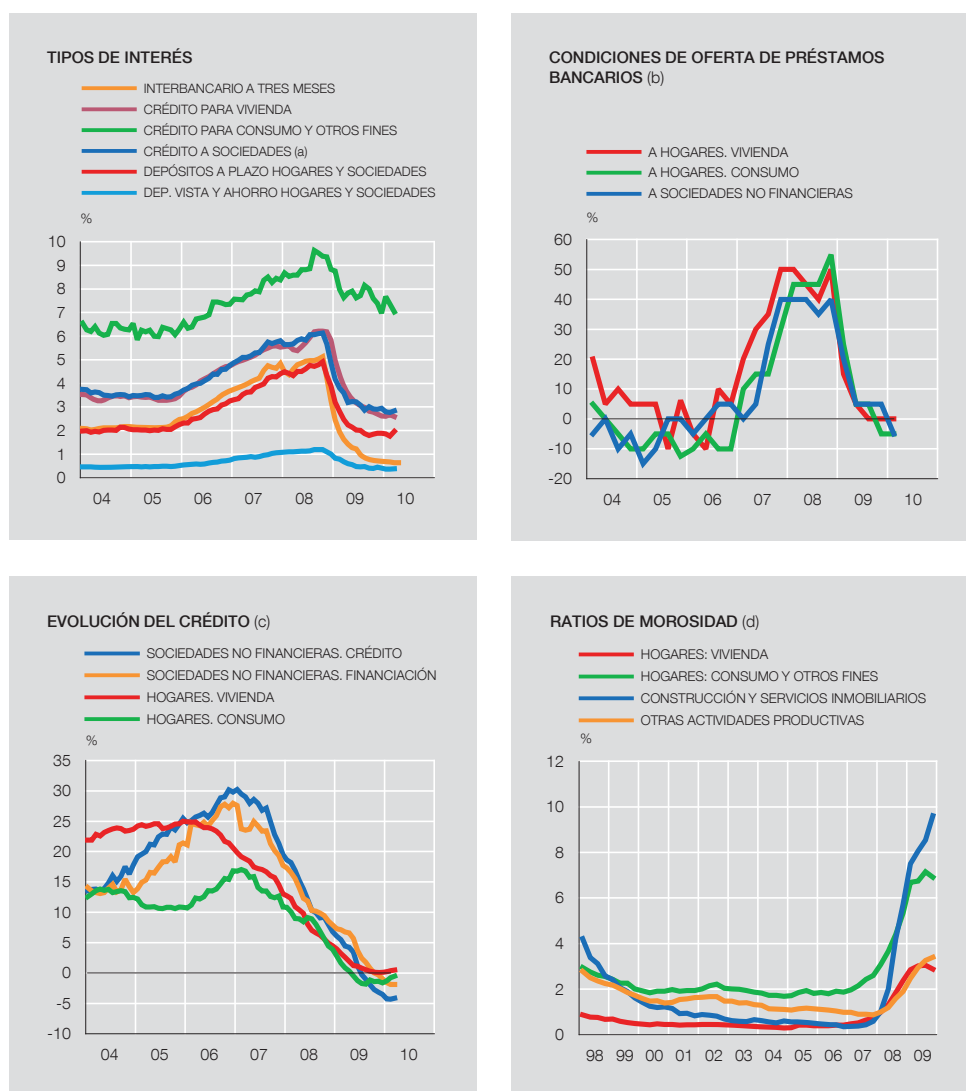
... aunque el escaso dinamismo de las rentas de hogares y sociedades ha impedido reducciones sustanciales en sus ratios de deuda

La evolución financiera de la economía española estuvo influida, desde comienzos de 2009, por una mejoría paulatina de los mercados financieros y por los efectos de unas políticas económicas acomodaticias y de un entorno macroeconómico recesivo. Conforme avanzó el ejercicio, el BCE comenzó a retirar algunas de las medidas excepcionales de política monetaria introducidas (véase capítulo 4), al tiempo que la intensidad de la recesión fue remitiendo progresivamente y se puso en marcha un necesario proceso de consolidación fiscal (véase capítulo 5). En los primeros meses de 2010 se ha interrumpido la pauta de normalización de los mercados a raíz de los problemas de las finanzas públicas griegas, que acabaron desembocando en una profunda crisis fiscal en esa economía (véase capítulo 4). Las tensiones afectaron más a los países que presentaban un mayor deterioro de las cuentas públicas y unas perspectivas de crecimiento más débil.

Los costes de financiación de hogares y de sociedades se han situado en niveles reducidos, tras haber mostrado un perfil descendente desde finales de 2008 (véase gráfico 6.1). Esta trayectoria ha reflejado la disminución de las rentabilidades interbancarias, aunque con un cierto retraso y de forma incompleta, apreciándose una mayor ampliación de las primas exigidas en los segmentos de mayor riesgo (financiación al consumo y a pymes). Por el contrario, de acuerdo con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), las condiciones distintas a los tipos de interés continúan siendo bastante restrictivas, ya que, tras su intenso endurecimiento, no han comenzado a mostrar hasta muy recientemente (primer trimestre de 2010) los primeros signos de relajación.

La deuda del sector privado no financiero se ha desacelerado ininterrumpidamente desde los máximos cíclicos observados en 2006, de modo que sus tasas de crecimiento han pasado de estar por encima del 20% a registrar valores negativos. Debe señalarse, no obstante, que, mientras que la deuda de las sociedades continúa contrayéndose, la de los hogares parece haberse estabilizado en los últimos meses (véase gráfico 6.1). Como se argumenta con mayor detalle en el capítulo 1, esta evolución ha sido el resultado de un conjunto amplio de factores. Así, al proceso de ajuste gradual iniciado antes de la crisis, a raíz del cambio en el ciclo de política monetaria en una situación caracterizada por unas abultadas ratios de deuda de familias y de empresas y por un sobredimensionamiento del sector inmobiliario, se superpuso el desarrollo de la crisis internacional, que ha añadido fuertes presiones contractivas tanto de demanda como de oferta. De este modo, las peticiones de préstamos han mostrado una moderación inducida por el deterioro de la confianza y la elevada incertidumbre, en un contexto de escaso dinamismo de la actividad económica e intenso aumento del desempleo, al tiempo que el alto endeudamiento del sector privado, junto con las malas perspectivas macroeconómicas, ha favorecido que las entidades hayan tendido a considerar que una proporción mayor de las solicitudes correspondía a demanda no solvente.

El escaso avance de las rentas de los hogares explica que, a pesar de la intensa desaceleración de la financiación captada, la caída observada en la ratio de deuda sobre renta bruta disponible haya sido modesta, situándose todavía por encima del 120%. Esta evolución, unida al descenso del coste de la financiación registrado desde finales de 2008, ha propiciado una disminución de la carga financiera, al tiempo que el notable recorte del gasto se ha reflejado en un aumento del ahorro del sector y de su capacidad de financiación. Por su parte, la riqueza neta siguió reduciéndose desde los máximos alcanzados a mediados de 2007, aunque esta tendencia tendió a atemperarse a lo largo del pasado ejercicio, por la suavización de las bajadas en el precio de la vivienda y, en menor medida, por la recuperación de las cotizaciones de los activos financieros.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Calculado como una media ponderada de los tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. Para los créditos de más de un millón de euros, el tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.
- b. Variaciones acumuladas del indicador de difusión, de modo que un signo positivo significa un endurecimiento.
- c. Tasas interanuales.
- d. Calculadas como crédito dudoso sobre crédito total.

En el caso de las empresas, el mal comportamiento de los resultados se ha reflejado en un descenso de los indicadores de rentabilidad y en una elevación de sus ratios de endeudamiento, a pesar de la contracción en el volumen de deuda. No obstante, la disminución de los costes de financiación ha permitido una apreciable reducción de la carga financiera.

El descenso de la carga financiera no ha evitado que las ratios de morosidad continúen aumentando, presionando la cuenta de resultados de las entidades

A pesar de los descensos en la carga financiera soportada por el sector privado, algunos segmentos del mismo están experimentando un grado de presión financiera más elevado, reflejado en aumentos de la ratio de morosidad. Aunque esta registra ritmos de avance más moderados en los últimos meses, no parece haber alcanzado todavía su máximo cíclico (véase gráfico 6.1).

Este aumento de la morosidad está repercutiendo negativamente sobre la evolución de los resultados de los intermediarios financieros españoles, mermando los márgenes disponibles para hacer frente a deterioros adicionales en sus activos. La situación global del sistema financiero se mantiene saneada en su conjunto, aunque la posición de las entidades difiere tanto en el grado de exposición a los activos dañados como en su capacidad para afrontar las dotaciones necesarias. Este hecho, junto con el sobredimensionamiento del sector que se ha puesto de manifiesto como consecuencia de la crisis, subraya la necesidad de que las entidades —especialmente, las que siguieron estrategias más arriesgadas en la fase alcista— acometan procesos de reestructuración.

La política financiera ha puesto en marcha mecanismos excepcionales para paliar las tensiones financieras e impulsar la reestructuración ordenada del sector

Adicionalmente a las medidas adoptadas el año anterior, que suministraban mecanismos excepcionales para paliar las dificultades de financiación mayorista de las entidades a través del Fondo de Adquisición de Activos Financieros y la concesión de garantías públicas, en el año 2009 se puso en marcha una estrategia orientada a impulsar la reestructuración ordenada de aquellas entidades potencialmente más afectadas por la crisis mediante la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), cuyas disposiciones se han empezado a activar en la primavera de 2010 con la aprobación de algunos procesos de saneamiento y fusión de cajas de ahorros (véase recuadro 6.1).

En todo caso, la recuperación de los mercados y el uso de garantías públicas para la emisión de valores han permitido que las entidades vuelvan a captar recursos en los mercados primarios de valores por un importe positivo en términos netos, contribuyendo de este modo a impulsar la actividad en dichos mercados, cuyo dinamismo, no obstante, ha reflejado sobre todo el comportamiento de las AAPP.

La fuerte expansión fiscal se ha reflejado en un importante aumento de la deuda pública...

La caída de la recaudación, la actuación de los estabilizadores automáticos y los impulsos fiscales expansivos encaminados a contrarrestar la contracción del gasto privado se han reflejado en un deterioro de las cuentas públicas y en un importante aumento de la deuda pública, lo que, unido al retroceso del PIB, se ha traducido en un rápido incremento de la ratio de deuda sobre el PIB y del peso de la carga financiera en los presupuestos.

... contrarrestando parcialmente el importante descenso de las necesidades de financiación del sector privado

El aumento del déficit de las AAPP ha compensado parcialmente el aumento de la capacidad de financiación de las familias y la disminución del saldo negativo de las sociedades. Aun así, se ha producido un descenso importante de las necesidades de financiación de la nación.

La consolidación fiscal es imprescindible para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública

Las repercusiones del rápido crecimiento de la deuda de las AAPP y de su carga financiera se están viendo amplificadas por un entorno de elevada sensibilidad de los mercados ante la situación de las finanzas públicas, como se ha puesto de manifiesto recientemente a raíz de las tensiones surgidas como consecuencia de la crisis fiscal griega. En esta situación, la adopción de una estrategia de consolidación presupuestaria ambiciosa y creíble resulta imprescindible para evitar los riesgos existentes para la sostenibilidad de las cuentas públicas en el largo plazo.

El proceso de saneamiento de hogares y de sociedades y la reestructuración del sistema financiero son esenciales para no entorpecer la recuperación del crédito

La disminución de los costes de financiación ha aliviado la carga financiera del sector privado. No obstante, el entorno recesivo está contribuyendo a aumentar la presión financiera soportada por algunos segmentos del mismo, lo que, unido a la elevada deuda de los hogares y de las sociedades y a la necesidad de reestructuración del sistema financiero, tenderá a frenar la recuperación de la financiación. Esta se iniciará antes y lo hará sobre bases más sólidas cuanto más rápidos y ordenados sean el saneamiento de los balances de familias y de empresas y el proceso de reestructuración bancaria.

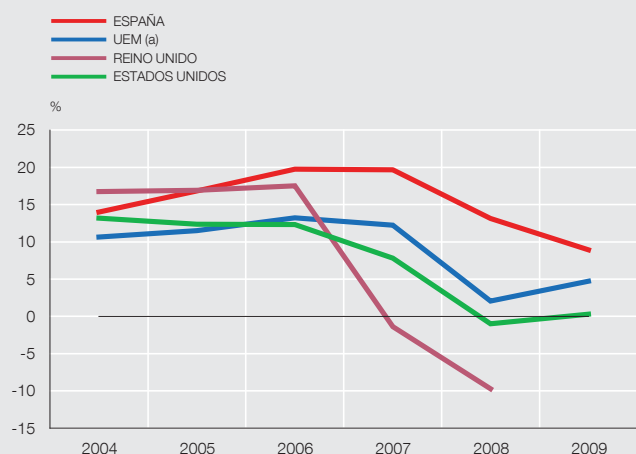
Las tensiones financieras desencadenadas en el verano de 2007 propiciaron una súbita depreciación de un amplio conjunto de instrumentos y una drástica disminución de la liquidez en muchos mercados internacionales, llegándose a paralizar algunos de ellos. A escala mundial, por tanto, esta primera oleada de la crisis presentó un marcado carácter financiero, por lo que en los distintos países afectados fueron las entidades que tenían mayores exposiciones a los activos tóxicos y las que mostraban mayores necesidades de refinanciación a corto plazo las que se vieron más afectadas.

La prolongación de la crisis financiera desencadenó un proceso de retroalimentación entre los sectores real y financiero que desembocó en una fuerte recesión mundial. Esta segunda fase de la crisis, en la

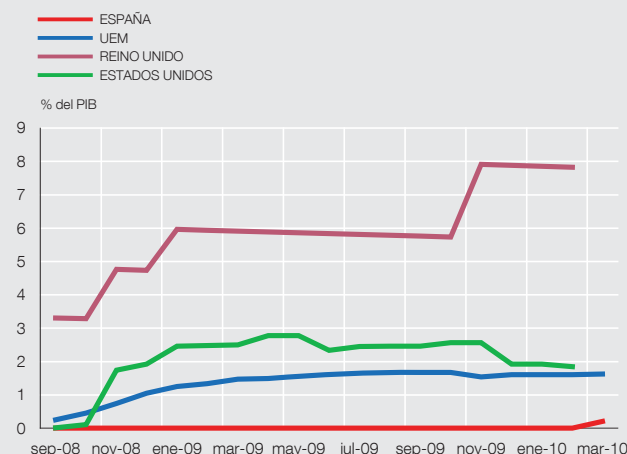
que los aspectos macroeconómicos se han superpuesto a los puramente financieros, ha acabado afectando en mayor medida al negocio tradicional de la banca de las distintas economías, principalmente a través del deterioro de su cartera crediticia. Eso explica que su impacto sobre la cuenta de resultados haya sido más lento, ya que el proceso de afloramiento de impagados es más gradual que las pérdidas de valor de la cartera de instrumentos financieros.

Adicionalmente, la intensa reevaluación de riesgos provocada motivó que los niveles de deuda alcanzados por los agentes financieros y no financieros pasasen a percibirse como excesivamente elevados y se desencadenara un proceso generalizado de desapalancamiento a escala internacional.

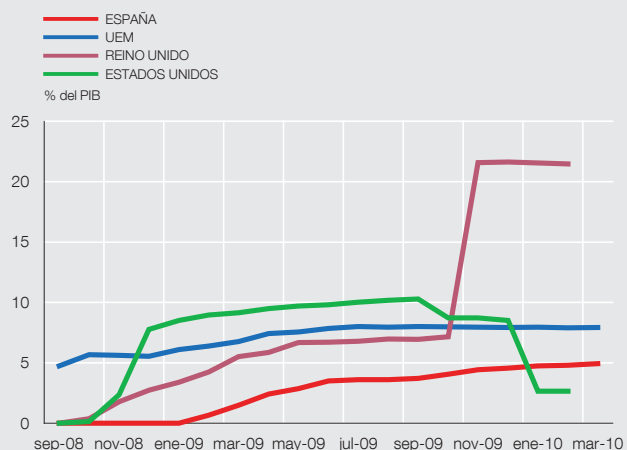
1 ROE



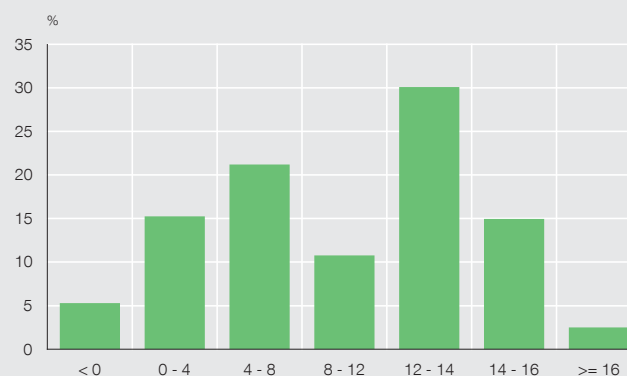
2 INYECCIONES PÚBLICAS DE CAPITAL (b)



3 GARANTÍAS Y AVALES (c)



4 DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS TOTALES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO POR INTERVALOS DE ROE. DICIEMBRE DE 2009



FUENTES: FDIC Quarterly Income Profile Spreadsheets, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. El dato de 2009 corresponde al primer semestre.

b. Estados Unidos: Se incluye las inyecciones de capital en los distintos programas del TARP y la recapitalización de las agencias de titulación hipotecaria. Reino Unido: Se incluye la recapitalización a Royal Bank of Scotland y Lloyds-HBOS, junto con las medidas de financiación del fondo de garantía de depósitos a entidades intervenidas. España: Se incluye la anunciada suscripción de participaciones preferentes por parte del FROB en los planes de integración de cajas de ahorros aprobados en marzo y que está pendiente de desembolsar.

c. Estados Unidos: Se incluyen los programas de garantía temporal de liquidez (*Temporary Liquidity Guarantee Program*) y las garantías sobre los activos de determinados bancos (*Asset Guarantee Program*). Reino Unido: Se incluyen el programa de garantía a la financiación (*Credit Guarantee Scheme*) y el de garantía sobre carteras de activos (*Asset Protection Scheme*). En la UEM, entre las garantías y avales se recogen tanto garantías para deuda emitida por las entidades financieras como garantías para activos en los balances de los bancos y filiales.

El impacto de todos estos desarrollos sobre los sistemas bancarios ha presentado notables divergencias entre países y, dentro de un mismo país, no todas las entidades se han visto afectadas por igual. Esta heterogeneidad viene explicada por múltiples factores, como la disparidad en los modelos de negocio y en los colchones disponibles para absorber las perturbaciones, y ha dado lugar a una diversidad en las estrategias de respuesta y en las medidas de apoyo financiero adoptadas por los distintos Gobiernos.

En nuestro caso, la orientación eminentemente minorista del negocio había limitado al mínimo la presencia de los llamados «activos tóxicos» en las carteras de las entidades, a la vez que las mayores exigencias regulatorias habían impedido la creación de vehículos de inversión fuera de balance, por lo que el impacto de la primera oleada de la crisis financiera en nuestro país fue muy limitado (véase gráfico 1). Las entidades contaban, además, con importantes líneas de defensa por los altos niveles de provisiones y de rentabilidad. Las dificultades de financiación en los mercados mayoristas tuvieron un impacto importante, pero pudieron superarse gracias a una estructura de financiación con un elevado peso de los pasivos a largo, al aumento en el ritmo de captación de depósitos facilitado por la amplitud de las redes comerciales y a la emisión de valores de corto plazo, segmento que estuvo menos afectado por las tensiones.

Por el contrario, la primera oleada de la crisis financiera incidió severamente en la rentabilidad de los bancos de otros países desarrollados —entre ellos, Estados Unidos, Reino Unido y algunos de la UEM— (véase gráfico 1), registrando, en numerosos casos, cuantiosas pérdidas derivadas de las elevadas exposiciones a los activos más afectados.

Esta situación propició la adopción de un amplio rango de actuaciones extraordinarias de diverso carácter. Así, en los últimos meses de 2008 los Gobiernos del Reino Unido, de Estados Unidos y de varios países de la UEM realizaron inyecciones públicas de capital en diversas entidades y establecieron programas de avales para la emisión de valores de renta fija por parte de estos intermediarios y, en algunos casos, comenzaron a desarrollar planes de adquisición y protección de activos dañados (véanse gráficos 2 y 3). Por su parte, el Gobierno español adoptó en octubre de 2008 una serie de medidas, como parte de una acción concertada con el resto de países de la UEM, aunque su utilización fue más limitada que en los casos antes citados, dada la menor incidencia de la primera ola de la crisis sobre el sistema bancario español¹. Así, se creó un fondo para la adquisición de activos financieros (FAAF) de alta calidad —lo que suponía una notable diferencia con respecto a los aprobados en otros países—, instrumentado a través de subastas entre las entidades potencialmente interesadas; se acordó el otorgamiento de garantías del Estado para las emisiones de renta fija de los intermediarios —aunque no se empezaron a utilizar hasta enero de 2009—, y se autorizó la adquisición estatal de títulos para reforzar los recursos propios de las

entidades, aunque no se llegó a emplear (se intervino, no obstante, una entidad pequeña, que había experimentado un importante deterioro de su solvencia).

El sistema bancario español se está viendo más afectado, sin embargo, por la segunda ola de la crisis. En particular, el rápido aumento del desempleo y el elevado peso en nuestra economía del sector inmobiliario han contribuido a un notable aumento de la morosidad, lo que está aumentando la presión sobre la cuenta de resultados de las entidades. Aunque los colchones acumulados, gracias a la regulación que estableció las provisiones anticíclicas, contribuyeron a amortiguar este impacto, el progresivo deterioro macroeconómico ha estrechado sustancialmente estos márgenes. Además, estos efectos están siendo heterogéneos dentro del sector, como ilustran las importantes diferencias entre entidades en sus ratios de morosidad y en su capacidad de generación de beneficios (véase gráfico 4). En esta situación se hacía necesaria la adopción de una estrategia que impulsara y apoyara una reestructuración ordenada del sector que facilitase su redimensionamiento, ante la perspectiva de un menor grado de apalancamiento del sector privado en el futuro, y promoviese la solidez del mismo con el fin de que las entidades estén en condiciones de suministrar los flujos de financiación necesarios conforme la economía se vaya recuperando.

En este contexto, se aprobó en junio de 2009 la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) como un instrumento concebido para facilitar el ajuste necesario del sector bancario. Su diseño ha tenido en cuenta las especificidades de nuestro sistema financiero —como la existencia de las cajas de ahorros, que presentan una singular estructura de gobierno— y ha aprovechado la dilatada experiencia supervisora y las ventajas del modelo institucional aquilardado en actuaciones anteriores, adaptándolo a la nueva situación.

El marco de actuación del FROB permite, por tanto, seguir pautas de actuación diferenciadas acordes con las distintas situaciones en que se encuentran las entidades españolas. Contempla, de hecho, el apoyo a dos tipos de procesos: de reestructuración de entidades con debilidades que puedan afectar a su viabilidad futura y de integración entre entidades, dirigidos a mejorar su eficiencia a medio plazo. En los del primer tipo se establece una operativa escalonada. Inicialmente, la entidad afectada presenta al Banco de España un plan de viabilidad, que puede contemplar diferentes líneas de actuación (reforzamiento del patrimonio y de la solvencia, participación en una operación de concentración o traspaso total o parcial del negocio), y para el que se puede solicitar apoyo financiero. Si la vía anterior no tiene éxito, se producirá entonces la intervención de la entidad y el FROB será designado como administrador provisional, debiendo elaborar un plan de reestructuración cuyo objeto será la fusión o absorción de la entidad o la cesión global o parcial de activos y pasivos.

En los procesos de integración entre entidades, estas deben presentar un plan que implique mejoras en la eficiencia y un redimensionamiento de su capacidad productiva. En este caso, el FROB podrá adquirir de forma transitoria participaciones preferentes convertibles en acciones ordinarias, cuotas participativas o aportaciones al capital social. Hasta la

1. Para una revisión más pormenorizada de las distintas actuaciones de las autoridades en el ámbito financiero, pueden consultarse el *Informe de Estabilidad Financiera* y la *Memoria de la Supervisión Bancaria en España*.

fecha, el Banco de España ha aprobado tres planes de integración de cajas de ahorros que, en conjunto, incluyen la suscripción por parte del FROB de participaciones preferentes convertibles en cuotas participativas de las entidades resultantes por valor de 2.155 millones de euros², y ha procedido a la sustitución de los administradores de una entidad.

Es importante señalar que, en nuestro caso, esta aproximación presenta notables ventajas. En primer lugar, permite adoptar distintas soluciones en función de las necesidades de las entidades y, en particular, diferenciar el tratamiento de aquellas que son viables, que reciben un apoyo adaptado a sus circunstancias, de las que no lo son, que son intervenidas. En segundo lugar, la configuración del FROB prioriza los proyectos de carácter preventivo, en los que la

iniciativa parte de las entidades y en los que la gestión de los riesgos permanece en sus manos.

En definitiva, el hecho de que la crisis financiera incidiera sobre el sistema bancario español a través de un canal distinto (vía deterioro de la cartera crediticia ligada a las singularidades de la crisis económica española y no a la pérdida de valor de los instrumentos financieros) y con un calendario diferente (más tardío y gradual) en comparación con otros países de nuestro entorno explica el distinto diseño de las actuaciones públicas de apoyo al sistema financiero en nuestro país. El FROB puede, así, contribuir al necesario proceso de reestructuración del sistema si se hace una utilización más decidida del mismo —que, en una primera instancia, depende de la iniciativa de las entidades— para superar de forma rápida y ordenada los retos a los que se enfrenta el sistema y estar así en condiciones de desempeñar eficientemente su función de intermediación cuando la economía entre en una senda de recuperación.

2. El FROB cuenta con una dotación inicial de 9 mm de euros y puede captar financiación ajena hasta diez veces esa cantidad, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda.

2 Los mercados financieros españoles

2.1 LOS MERCADOS PRIMARIOS

Desde marzo de 2009, la emisión neta de valores negociables ha mostrado una cierta recuperación, impulsada, sobre todo, por la actividad de las AAPP...

Los mercados de valores españoles han experimentado a partir de marzo de 2009 una progresiva estabilización, como reflejo de la mejoría de las expectativas de los agentes, aunque se ha visto afectada por ciertos episodios de inestabilidad, siendo especialmente intenso el asociado a la crisis de las finanzas públicas griegas durante los primeros meses de 2010. En los mercados primarios se ha registrado un sensible avance de la actividad, como resultado, principalmente, del comportamiento expansivo de las AAPP.

La emisión neta de renta fija por el conjunto de los sectores residentes alcanzó en 2009 los 193 mm de euros, frente a los 131 mm del año anterior (véase cuadro 6.1). Alrededor de dos terceras partes de este importe correspondieron a las operaciones realizadas por las AAPP, que reflejaron las mayores necesidades de financiación de este sector. Por tipo de instrumento, la deuda a medio y a largo plazo siguió siendo la principal vía de captación de fondos. Sin embargo, el importante avance de las letras del Tesoro propició una ligera reducción de la vida media de la deuda pública, hasta situarse en 6,4 años (6,6 al cierre de 2008).

Las instituciones financieras monetarias emitieron, directamente o a través de filiales residentes y no residentes, alrededor de 27 mm de euros. Esta evolución se vio favorecida por la mejoría de los mercados, por la concesión de avales por parte del Estado a las emisiones de las entidades de crédito —alcanzando los importes avalados, en términos brutos, los 48 mm de euros— y por el programa de compra de bonos garantizados aprobado por el BCE (véase capítulo 4) —las cédulas emitidas, en términos brutos, se acercaron a los 30 mm de euros—. Por su parte, la oferta de las instituciones financieras no monetarias se redujo sensiblemente como consecuencia del retroceso de las titulizaciones, en un contexto en el que desde el inicio de la crisis estos instrumentos se habían seguido emitiendo, aunque con la particularidad de que las entidades originadoras adquirían los bonos de titulización. La emisión neta de renta fija de las sociedades no financieras, realizada fundamentalmente a través de filiales residentes, superó los 18 mm, lo que supone alrededor de un tercio del saldo vivo de estos instrumentos y destaca frente a los 6 mm de euros que se emitieron en promedio en el período 2006-2008.

mm de euros	2006	2007	2008	2009
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES	231,6	268,3	145,9	203,1
RENTA FIJA	223,9	222,4	131,1	192,9
Instituciones financieras monetarias	97,2	78,2	-26,9	39,5
Otros intermediarios financieros	128,5	146,5	104,6	24,9
De los cuales:				
<i>Fondos de titulización</i>	69,7	106,9	94,4	14,9
<i>Filiales de instituciones financieras monetarias</i>	39,4	42,6	21,0	-9,1
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	10,9	5,7	1,6	16,0
Sociedades no financieras	1,0	2,0	1,9	0,7
Administración Central	-4,8	-4,7	50,2	119,4
AATT	2,1	0,4	1,4	8,4
RENTA VARIABLE	7,8	46,0	14,8	10,2
Instituciones financieras monetarias	3,0	12,0	10,0	3,0
Otros intermediarios financieros	0,1	3,5	1,4	0,4
Sociedades no financieras	4,6	30,5	3,4	6,8
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2,5	2,1	0,0	0,2
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	-8,5	9,5	12,9	-2,0
<i>Instituciones financieras</i>	-2,6	8,2	14,3	-3,4
<i>Sociedades no financieras</i>	-6,0	1,3	-1,4	1,5

FUENTE: Banco de España.

Los nuevos valores de renta variable totalizaron 10 mm de euros, registrando de este modo un retroceso de menor intensidad que el observado en 2008. Esta evolución fue el resultado de un descenso de las emisiones realizadas por instituciones financieras y de un avance de las correspondientes a las sociedades no financieras. Desde el segundo semestre de 2009, en un contexto de recuperación de los mercados, se han llevado a cabo, hasta la fecha de cierre de este Informe, cuatro ofertas públicas de venta, correspondientes a nuevas sociedades admitidas a cotización en el mercado alternativo bursátil (MAB), aunque el importe ha sido reducido (0,2 mm de euros).

2.2 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

... al tiempo que la contratación en los mercados secundarios mostró notables divergencias entre segmentos

La actividad en los mercados secundarios en 2009 mostró, al igual que en el año anterior, importantes divergencias entre segmentos (véase cuadro 6.2). En el mercado AIAF de renta fija, el volumen negociado se acercó a los 3.700 mm de euros, lo que supone un crecimiento interanual del 54%, siendo las cédulas y los bonos de titulización los instrumentos que experimentaron un mayor crecimiento. Como ya ocurrió en 2008, las operaciones simultáneas que tuvieron como contrapartida al Tesoro y al Banco de España (préstamos del Eurosistema a las entidades de crédito españolas) tuvieron un destacado protagonismo.

Por el contrario, la negociación en el mercado de deuda pública experimentó un descenso del 7%, principalmente como resultado de la caída del 9% de las operaciones *repo* y simultáneas, que más que compensó el aumento del 12% en las transacciones al contado. Asimismo, la contratación de renta fija privada y de acciones en las bolsas registró disminuciones del 6% y del 28%, lo que en el último caso refleja un retroceso tanto en el número de transacciones como en los precios medios. En la misma línea, el volumen de negocio con derivados descendió un 34%, sobre todo como consecuencia del retroceso de los contratos referenciados al IBEX 35.

mm de euros

	2006	2007	2008	2009
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	22.615	22.664	19.944	18.566
Contado	2.903	3.177	2.202	2.471
Repo y simultáneas	19.385	19.193	17.477	15.945
Plazo	327	294	265	150
Mercado AIAF de renta fija	900	1.108	2.401	3.692
Pagarés	482	555	577	529
Cédulas y bonos de titulización	329	460	1.740	2.849
Resto	90	93	83	314
Mercado bursátil de renta fija	93	90	80	75
Mercado bursátil de renta variable	1.156	1.670	1.245	898
Mercados MEFF de derivados	934	1.451	1.073	710
IBEX 35	883	1.384	989	622
Opciones sobre acciones	23	27	23	43
Futuros sobre acciones	28	41	61	45

FUENTES: Bolsas y Mercados Españoles, Federación Europea de Bolsas y Banco de España.

a. Solo incluye operaciones con valores del Estado.

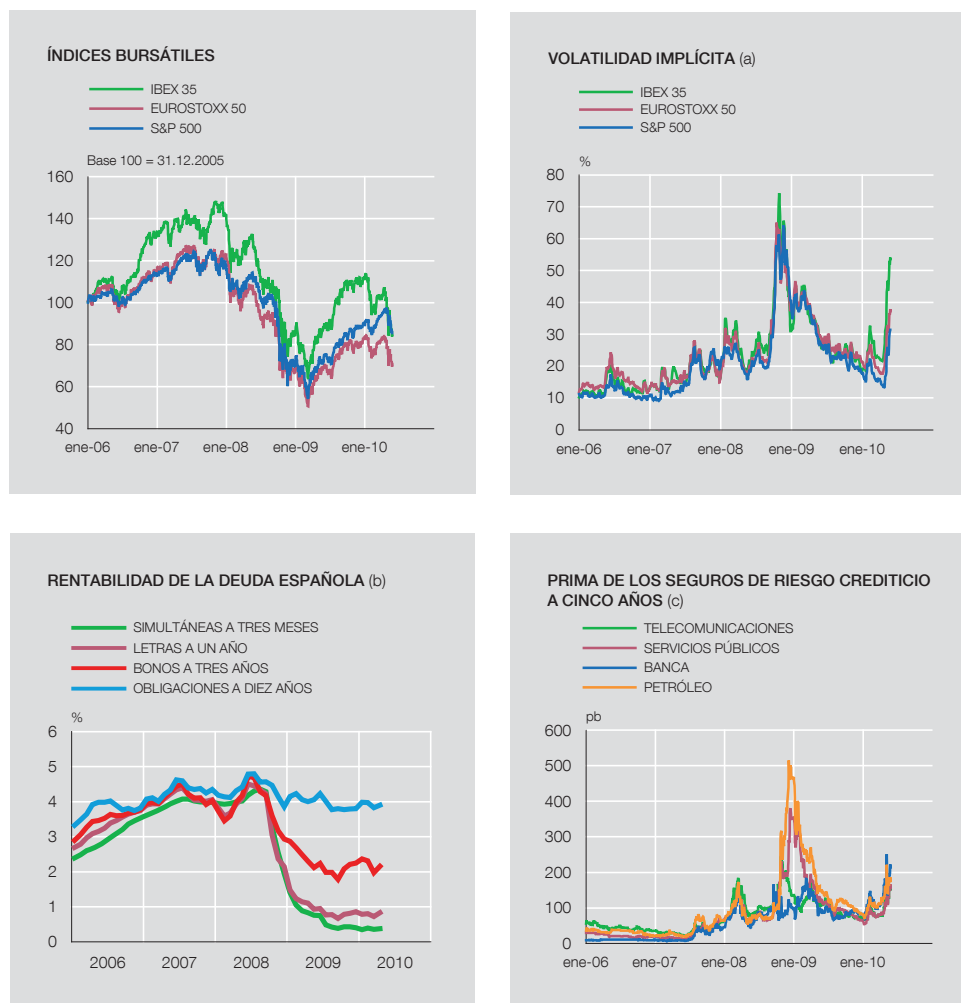
2.3 LOS PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Las cotizaciones bursátiles experimentaron una recuperación acompañada de una reducción de su volatilidad, aunque ambas tendencias se quebraron, a comienzos de 2010, a raíz de la crisis fiscal griega

El IBEX 35 acumulaba en marzo de 2009 unas minusvalías superiores al 57% desde los máximos alcanzados en noviembre de 2007, en línea con las experimentadas por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM y por el S&P 500 de las de Estados Unidos (véase gráfico 6.2). Desde entonces, las cotizaciones bursátiles siguieron una senda de recuperación gradual, que estuvo acompañada por una tendencia descendente en los niveles de volatilidad, que alcanzaron a final de año valores similares a los de los meses previos al recrudecimiento de la crisis financiera internacional en el otoño de 2008. Sin embargo, esta tendencia se quebró durante los primeros meses de 2010 a raíz de la crisis fiscal griega, registrando en este período el índice español retrocesos que fueron superiores a los de la referencia del área del euro.

Tras los descensos experimentados en la segunda mitad de 2008, las rentabilidades de la deuda pública han fluctuado en un margen más estrecho, permaneciendo, con una perspectiva histórica, en niveles reducidos, especialmente en los instrumentos de corto plazo. Así, el tipo de las letras del Tesoro se situó por debajo del 1% desde el segundo trimestre de 2009, y el de las obligaciones a diez años, en torno al 4% desde finales de 2008. Por su parte, el diferencial entre esta rentabilidad y la del bono alemán del mismo plazo mostró una tendencia descendente desde el máximo alcanzado en febrero de 2009, que se ha quebrado en los primeros meses de 2010 en el contexto de las tensiones desencadenadas a raíz de la crisis fiscal griega, que se han reflejado en un repunte de dicho indicador, dentro de una pauta de elevada volatilidad, llegando a superarse durante este período los registros de comienzos de 2009.

Las primas de los seguros de riesgo crediticio (CDS), tanto de las empresas financieras como, especialmente, de las no financieras, experimentaron un descenso muy acusado desde los máximos alcanzados a finales de 2008, hasta situarse en los niveles previos a la agudización de la crisis en el otoño de dicho año. La inestabilidad de los mercados financieros durante los primeros meses de 2010 se materializó, al igual que en el caso de las rentabilidades de la deuda pública, en repuntes de las primas de estos instrumentos, que fueron de mayor intensidad en los valores financieros, que se vieron afectados, en parte, por sus exposiciones a los riesgos soberanos.



FUENTES: Sociedad de Bolsas, Bloomberg, Credit Trade, Datastream y Banco de España.

- a. Medias móviles de cinco días.
- b. Medias mensuales.
- c. Primas medias ponderadas por activos.

3 Los intermediarios financieros españoles

3.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

Las entidades se están viendo severamente afectadas por el entorno recesivo

Las entidades de crédito españolas se vieron poco afectadas en las etapas iniciales de la crisis financiera internacional, debido a su modelo de banca minorista, a la ausencia de activos tóxicos en sus balances y de vehículos de inversión, y al sistema de provisiones contracíclicas. Además, pudieron sortear las dificultades en los mercados de financiación mayorista gracias a una estructura de pasivos centrada en plazos de vencimiento dilatados, a un aumento de la captación de depósitos favorecida por su amplia red comercial y a un mayor recurso a la emisión de pagarés. Sin embargo, la debilidad del entorno macroeconómico posterior está resultando especialmente pronunciada en España por el fuerte incremento del desempleo y el ajuste del sector inmobiliario. Esta evolución está incrementando la morosidad y presionando a la baja la cuenta de resultados, especialmente en el caso de los intermediarios que asumieron mayores riesgos durante la etapa expansiva.

En este contexto, el volumen total de crédito concedido descendió por primera vez en muchos años, y los activos totales se estancaron, con crecimientos nulos, de acuerdo con los estados individuales, y del -0,4%, a nivel consolidado (véase cuadro 6.3), frente a incrementos del 8,6% y del 9,5%, respectivamente, en 2008. Únicamente el negocio en el extranjero mostró una tasa de variación positiva (8,6%), en parte como resultado de la adquisición de nuevas instituciones extranjeras por una gran entidad española.

	CONSOLIDADO			INDIVIDUAL		
	dic-08	dic-09	T. interan. (%)	dic-08	dic-09	T. interan. (%)
PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT):						
ACTIVO TOTAL (mm de euros)	3.713,0	3.697,2	-0,4	3.142,4	3.142,4	0,0
Crédito	67,3	64,8	-4,1	63,2	61,5	-2,7
<i>Del cual: sector privado residente en España</i>				57,8	56,1	-3,0
Valores representativos de deuda	10,5	13,5	27,7	10,3	13,2	29,1
Otros instrumentos de capital y participaciones	2,9	3,1	7,2	5,4	5,6	4,4
Resto de activo	19,3	18,6	-4,1	21,1	19,6	-7,1
PASIVO:						
Banco de España y otros bancos centrales	3,6	3,2	-12,1	3,7	3,6	-4,0
Depósitos interbancarios	13,0	13,5	3,1	17,3	17,6	1,9
Depósitos de la clientela	48,9	50,1	2,1	51,1	50,5	-1,3
<i>Del cual: hogares y soc. no fin. residentes en España</i>				28,4	29,3	3,0
Valores negociables	18,1	17,2	-5,9	11,8	12,5	6,5
Resto de pasivo	14,4	13,1	-9,4	14,1	13,4	-5,3
Patrimonio neto	5,6	6,2	9,4	5,7	6,0	5,5
CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM):						
(+) Productos financieros	5,75	4,03	-22,5	4,91	3,42	-27,3
(-) Costes financieros	3,93	2,09	-41,3	3,67	1,97	-43,9
Margen de intereses	1,82	1,94	18,2	1,25	1,45	21,6
(+) Rendimiento de instrum. de capital y ent. participadas	0,23	0,14	-33,6	0,40	0,25	-35,2
(+) Comisiones netas	0,70	0,61	-3,7	0,46	0,41	-5,4
(+) Resultado de operaciones financieras	0,25	0,27	22,6	0,19	0,13	-30,6
(+) Otros resultados de explotación (neto)	0,02	0,00	-78,7	0,03	0,01	-38,3
Margen bruto	3,01	2,96	8,8	2,32	2,26	1,5
(-) Gastos de explotación	1,37	1,28	3,3	1,04	0,98	-1,2
(-) Dotaciones y saneamiento de activos financieros	0,84	1,03	35,8	0,68	0,91	39,3
Resultado de la actividad de explotación	0,81	0,66	-9,9	0,60	0,37	-36,6
(+) Otros resultados (neto)	0,03	-0,05	—	0,10	0,11	11,5
(-) Impuestos	0,15	0,08	-43,7	0,07	0,05	-30,7
Resultado después de impuestos	0,77	0,53	-24,0	0,63	0,42	-29,8
Resultado neto del grupo	0,73	0,49	-25,3			
RATIOS (%):						
Posición interbancaria neta / AT (a)	-8,3	-8,8		-8,7	-9,4	
Solvencia	11,3	12,2				
Activos dudosos / AT	2,2	3,1		2,1	3,1	
Cobertura de dudosos	71,3	60,7		69,5	57,6	
Negocio en el extranjero / AT	22,1	24,1				
Eficiencia (GE / MB)	46,2	43,2		45,1	43,7	
ROE	13,1	8,9		11,2	7,2	

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye activo neto con bancos centrales.

Aunque se ha recuperado la financiación en los mercados de valores...

Por el lado del pasivo, la concesión de avales públicos y la progresiva recuperación de la demanda de los inversores en los mercados primarios de valores, junto con la reducción en las necesidades de nuevos fondos por el estancamiento de la actividad, contribuyeron a moderar las presiones. Las entidades pudieron emitir de nuevo valores a medio y a largo plazo, y el recurso a nueva financiación en el mercado interbancario y en el propio banco central se redujo significativamente con respecto al año anterior, estabilizándose el préstamo neto del Eurosistema en torno a un 2% del activo total, desde agosto.

... la fuerte competencia en la captación de depósitos...

Continuó, sin embargo, la intensa competencia por la captación de depósitos minoristas, lo que ha llevado a que el tipo de interés medio de las nuevas operaciones con los clientes se sitúe, en general, por encima de los tipos negociados en el mercado interbancario al plazo correspondiente, sin que esto haya impedido que, en conjunto, su coste se haya reducido para las entidades. En cualquier caso, los fondos captados de hogares y de sociedades no financieras en España crecieron solo un 3%, mostrando una clara desaceleración frente al año anterior.

... y el aumento de los dudosos siguen presionando la cuenta de resultados...

El resultado neto después de impuestos disminuyó en torno a un 25% (véase cuadro 6.3), evolución similar a la registrada un año antes. Consecuentemente, la rentabilidad sobre recursos propios, a escala consolidada, volvió a reducirse, hasta el 9%, pero sigue comparándose favorablemente con la de otros sistemas bancarios. No obstante, de cara al futuro, existen riesgos a la baja sobre el margen de intereses, relacionados con el agotamiento —y posible reversión— del efecto positivo que el descenso en los costes de pasivo ha tenido sobre dicho margen. Por otra parte, las dotaciones y los saneamientos de activos financieros volvieron a registrar un crecimiento intenso, en línea con el incremento de los dudosos, aunque el ritmo de avance de estos últimos se ha moderado algo desde marzo de 2009. Sin embargo, la reducción en el colchón de provisiones y la persistencia todavía de un escenario de crecimiento económico débil para los próximos trimestres harán que este componente siga presionando sobre la cuenta de resultados de las entidades españolas.

... limitando el margen de maniobra de las entidades, dentro de un contexto de solidez financiera del sector en su conjunto

Estas mantienen en conjunto una posición financiera sólida, la cual se habría reforzado adicionalmente con el incremento en los recursos propios y con la acumulación de un importante volumen de activos líquidos (valores de renta fija) disponibles para su utilización en caso de problemas de financiación. No obstante, el margen de maniobra disponible se ha reducido, en relación con años anteriores, como consecuencia de la disminución en los resultados y de los riesgos a la baja sobre los mismos. Además, es importante destacar que existe una notable dispersión entre entidades en la magnitud de los riesgos incurridos, en la capacidad de generación de beneficios y en la holgura en términos de solvencia. Esta heterogeneidad explica el diseño de las distintas medidas adoptadas para apoyar al sistema bancario y, en particular, la creación del FROB, instrumento proyectado para facilitar el necesario redimensionamiento del sistema bancario español, teniendo en cuenta la diversa situación de las entidades (véase recuadro 6.1).

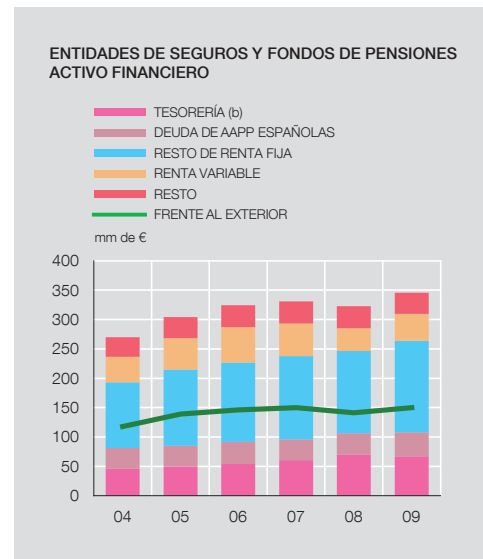
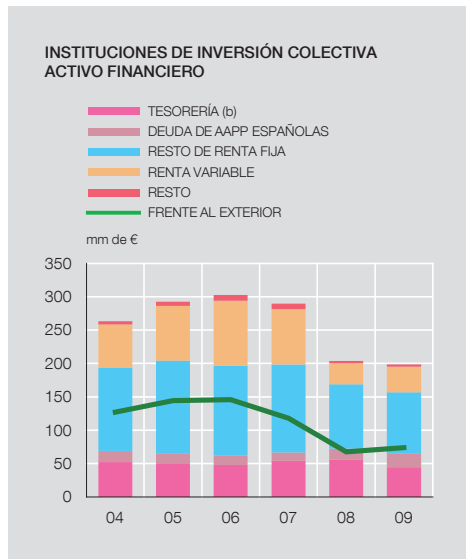
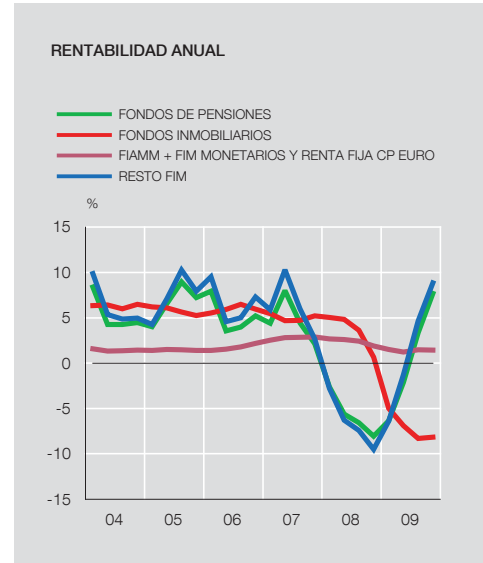
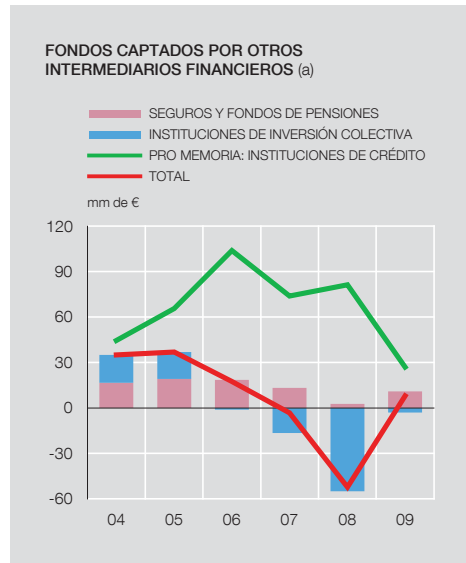
3.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

El ajuste del sector se modera...

Los recursos netos captados por las instituciones de inversión colectiva (IIC) continuaron siendo negativos en 2009, pero en una cuantía sustancialmente inferior a la registrada en el período anterior (véase gráfico 6.3). En un contexto de descenso en los tipos de interés a corto plazo y de mejoría de las perspectivas en los mercados financieros, la detracción neta de recursos del sector se concentró en aquellos fondos (monetarios y de renta fija a corto plazo) más directamente sustitutivos de los depósitos. Por su parte, los seguros y los fondos de pensiones, como viene siendo habitual, mostraron un comportamiento más estable, captando un volumen de recursos positivo, similar al registrado dos años atrás.

... revistiendo una mayor intensidad en los instrumentos menos tradicionales

Los instrumentos menos tradicionales —como las IIC de inversión libre, las inmobiliarias y las entidades de capital-riesgo— continuaron registrando, en general, un ajuste más intenso. No obstante, las primeras mostraron una cierta recuperación desde mediados de 2009. En el caso de las IIC inmobiliarias, la existencia de importantes volúmenes de peticiones de reembolso pendientes siguió pesando negativamente en la evolución del segmento, al tiempo que se prolongó el ajuste en las valoraciones de los activos. Esta situación podría complicar las posibilidades de desarrollo inmediato de las denominadas «sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario» (SOCIMI), reguladas en la Ley 11/2009 y



FUENTES: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Banco de España, Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras, Asociación Española de Capital-Riesgo, y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

a. Acciones y participaciones de IIC y reservas de entidades de seguros y fondos de pensiones. En el caso de las instituciones de crédito, depósitos y cesiones temporales de hogares y sociedades no financieras.
 b. Incluye efectivo, depósitos y cesiones temporales.

que pretenden ser una nueva vía para el acceso de los inversores minoristas a los rendimientos de una cartera diversificada de inmuebles en alquiler. Finalmente, en las entidades de capital-riesgo el principal problema continuó siendo la dificultad de obtención de financiación externa, de forma que la actividad se sostuvo —en una parte importante— por el papel de los operadores públicos, los cuales actúan principalmente en el segmento de operaciones de menor cuantía.

Persiste una estructura de inversión conservadora...

En cualquier caso, estos instrumentos siguieron representando una parte menor, dentro de un sector que continuó caracterizándose por un elevado conservadurismo en su política de inversión (véanse los paneles inferiores del gráfico 6.3). Si bien el peso relativo de la renta variable se incrementó ligeramente —como consecuencia, en gran parte, de las revalorizaciones registradas—, este siguió siendo reducido (19,2% en las IIC y 13,2% en las

entidades de seguros y fondos de pensiones en diciembre de 2009). Asimismo, de acuerdo con la CNMV, los activos poco líquidos (principalmente, títulos de renta fija de emisores financieros) representaban tan solo un 8,7% del patrimonio total de las IIC de carácter financiero al cierre del año pasado. Cabe destacar también el aumento en 9 mm de euros de las tenencias de deuda pública española por parte del conjunto de inversores institucionales.

... que favorece la sostenibilidad de los resultados

Esta estructura conservadora de la cartera de inversión habría permitido que los beneficios de las entidades de seguros españolas mostrasen una notable resistencia, en un contexto de intensa desaceleración económica. Asimismo, el patrimonio gestionado por el resto de los inversores institucionales volvió a registrar revalorizaciones de sus activos a lo largo de 2009, tras las caídas observadas en períodos precedentes (véase gráfico 6.3).

4 Los flujos financieros y la posición patrimonial del sector no financiero

4.1 LOS HOGARES

La intensa desaceleración de la deuda de los hogares situó su tasa de crecimiento en torno a cero

La deuda de las familias ha experimentado una intensa desaceleración en el último trienio, situándose su tasa de crecimiento en valores próximos a cero a principios de 2010, 20 pp por debajo de los registros máximos de finales de 2006. Esta evolución ha sido el resultado de un avance muy modesto de la financiación para adquisición de vivienda y una ligera contracción de la destinada a consumo y otros fines (véase gráfico 6.1).

La moderación de las rentas del sector ha propiciado que la ralentización de la deuda se traduzca en un limitado descenso de su ratio de endeudamiento. El elevado nivel de esta limita sus posibilidades de financiar el gasto mediante nuevo recurso al crédito (véase recuadro 6.2), lo que, unido al momento cíclico en el que se encuentra la economía, frena las posibilidades de recuperación a corto plazo de la financiación del sector.

El descenso de los tipos de interés ha aliviado la presión financiera de los hogares endeudados y la incertidumbre ha situado el ahorro en valores muy altos

El descenso del coste de la financiación ha permitido que, desde finales de 2008, la carga financiera asociada haya descendido. En este contexto, la notable caída del gasto de los hogares ha propiciado que el ahorro bruto del sector se sitúe en máximos históricos y ha permitido un importante aumento de la capacidad de financiación del sector, que alcanzó el 5,4% del PIB en 2009 (5,1 pp más que en 2008), y del ahorro, una vez descontados los pagos por las deudas contraídas (véase gráfico 2 del recuadro 6.2).

Se modera el ritmo de caída de la riqueza de las familias, gracias a la menor disminución del precio de la vivienda y a la revalorización de los activos financieros...

Por su parte, la senda descendente que ha mostrado el valor del patrimonio neto de las familias a partir del segundo semestre de 2008, tras la intensa revalorización registrada en la última fase alcista, se ha ralentizado desde mediados de 2009 (véase gráfico 6.4). A esta evolución reciente han contribuido tanto la moderación en el descenso del precio de la vivienda (entre junio y marzo, su ritmo de caída interanual se moderó en casi 4 pp, hasta situarse en el 4,7%) como el aumento del valor de la cartera financiera, impulsado por el incremento de las cotizaciones bursátiles y por la recuperación de la inversión neta (adquisiciones menos ventas) en instrumentos financieros. Esta última, tras los registros mínimos de 2008, aumentó 1,4 pp en relación con el PIB en 2009 y alcanzó el 4,2%. Por instrumentos, destacó el ascenso de los depósitos a la vista y de los fondos de inversión —estos últimos, no obstante, registraron un flujo ligeramente negativo—, en detrimento de los depósitos a plazo, que concentraron un elevado volumen de fondos en 2008, en un contexto de elevada rentabilidad de los mismos.

... pero se incrementa el grado de presión financiera soportado por los hogares

A pesar del descenso de la carga financiera, el deterioro macroeconómico, y en particular el ascenso de la tasa de paro, ha seguido incrementando el grado de presión financiera soportada por algunos segmentos del sector, lo que ha vuelto a reflejarse en aumentos de la ratio de morosidad —que, no obstante, se ha ralentizado desde mediados de 2009—, alcanzando el 3,7% a finales del pasado ejercicio, 2,9 pp más que a principios de 2007.

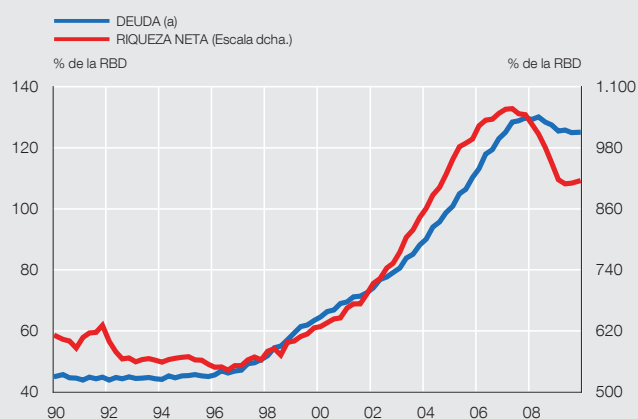
La posición patrimonial de los hogares y de las sociedades es un determinante importante de la capacidad de recuperación de la economía española, ya que puede condicionar sus decisiones de gasto. En este contexto, el objetivo de este recuadro es la valoración de dicha posición desde una perspectiva histórica.

El elevado dinamismo que presentó la deuda de los hogares durante el período 1995-2007, favorecido en parte por los cambios estructurales que supuso la entrada en la UEM, situó la ratio de endeudamiento del sector en niveles muy altos (véase gráfico 1). La moderación posterior en el dinamismo del crédito posibilitó una pequeña corrección de este indicador, si bien actualmente se mantiene en valores históricamente elevados. Así, la ratio de deuda sobre renta bruta disponible del sector (RBD) se situaba en 2009 en torno al 125%, 80 puntos porcentuales (pp) por encima de los registros de mediados de los noventa. Este aumento tan acusado fue el resultado de importantes ascensos tanto de la proporción de población endeudada como de los importes medios de los pasivos de esta. Así,

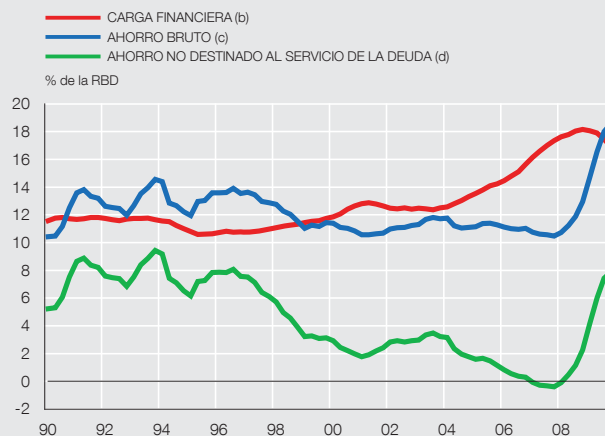
desde 1996 el porcentaje de personas con más de 18 años con créditos y el importe medio de sus deudas en relación con el salario bruto promedio se ha incrementado en torno a 20 pp y 100 pp, respectivamente¹. El elevado nivel de endeudamiento alcanzado sugiere que el margen para sustentar la recuperación de los niveles de gasto de los hogares en incrementos del crédito es ahora menor que en el pasado. Por otra parte, las familias han destinado gran parte de los pasivos contraídos en los últimos años a financiar inversiones, sobre todo inmobiliarias, de forma que, a pesar del sustancial ascenso de estos, la riqueza neta del sector también aumentó significativamente entre 1995 y 2007, reduciéndose algo posteriormente como consecuencia de la caída en el precio de la vivienda (principal activo del

1. La información de las encuestas a familias del Panel de Hogares Europeos y la Encuesta Financiera de las Familias para el período 1994-2005 indica que el ascenso en la proporción de agentes con deudas ha sido generalizado por grupos de renta, aunque especialmente acusado en los hogares con rentas intermedias, si bien sigue existiendo una clara relación positiva entre la tenencia de deudas y el nivel de ingresos.

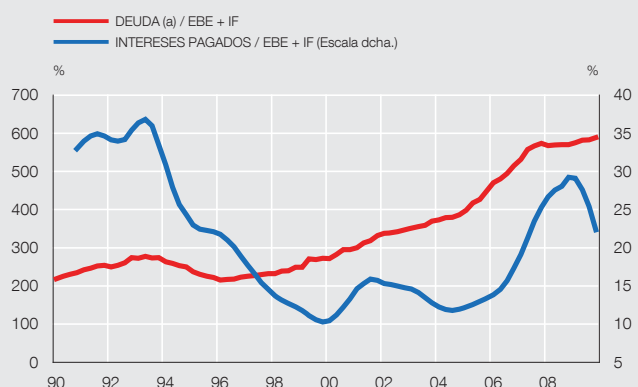
1 RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y RIQUEZA. HOGARES



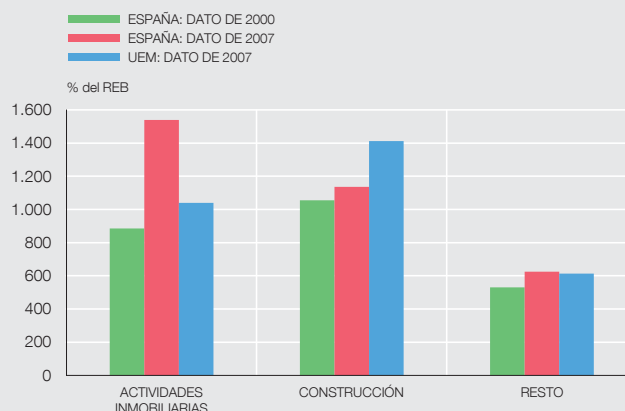
2 CARGA FINANCIERA Y AHORRO. HOGARES



3 RATIO DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. SOCIEDADES



4 RATIO DE ENDEUDAMIENTO. SOCIEDADES. DESGLOSE SECTORIAL (e)



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

- a. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- b. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- c. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- d. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- e. Construido a partir de las empresas incluidas en la base de datos BACH. Para la UEM, incluye sociedades de Alemania, Francia, Italia y Portugal. La deuda incluye los pasivos sin coste.

patrimonio). Con todo, en 2009 la ratio entre la riqueza y la RBD se situaba en torno a 360 pp por encima del nivel de 1995. Por tanto, los hogares disponen en la actualidad de un mayor patrimonio, que les permitiría, en principio, destinar un volumen comparativamente menor que en el pasado al ahorro por motivo precaución.

Asimismo, como resultado del notable ascenso de la deuda de las familias, y a pesar de que este ha estado acompañado de una reducción de los costes de financiación y de un alargamiento de los períodos de amortización, los pagos regulares asociados a la devolución de las deudas absorben en la actualidad una mayor proporción de la renta de las familias, en detrimento de la disponible para otros usos (véase gráfico 2). En esta línea, en 2009 la capacidad de ahorro de los hogares, una vez descontadas las obligaciones asociadas a los pasivos, se situaba en torno a los niveles de mediados de los noventa, a pesar de que en los últimos trimestres el ahorro bruto —es decir, antes de deducir los pagos por amortización de créditos— se situaba 4 pp por encima de su anterior máximo, registrado durante la recesión de principios de los noventa.

El volumen de recursos ajenos de las sociedades también aumentó de forma notable entre finales de los noventa y 2007. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido con los hogares, la evolución menos favorable de las rentas ha impedido que la ratio de endeudamiento descienda durante la etapa de crisis económica. Así, estos pasivos en relación con las rentas generadas (el resultado económico bruto —REB— más los ingresos financieros) se situaban próximos al 600% en 2009, en torno a 315 pp por encima de finales de los noventa (véase gráfico 3). Esta posición agregada es, no obstante, compatible con una gran dispersión sectorial. Concretamente, justo antes del inicio de la crisis, la rama de servicios inmobiliarios era la que presentaba unos valores más altos de endeudamiento, que, si bien responde en parte a diferencias estructurales, es también fruto del rápido ascenso de los pasivos de estas compañías durante los años del *boom* inmobiliario, que han llegado a situar la ratio en una cifra muy superior a la del promedio del resto de países de la UEM (véase gráfico 4). En las otras ramas, las diferencias entre España y el resto del área del euro no eran en 2007 tan acusadas (siendo incluso inferior la ratio en el caso de la construcción), si bien se registraron también ascensos durante la etapa expansiva. Más recientemente, la caída de los beneficios empresariales asociada a la crisis económica ha

incrementado el grado de presión financiera soportado por las sociedades con deudas pendientes, y en mayor medida en el caso de las más apalancadas.

A pesar del importante ascenso del endeudamiento del sector empresarial, la reducción de los costes de financiación ha permitido que la proporción de las rentas que absorben los pagos por intereses haya disminuido más de 10 pp en relación con lo observado a principios de los noventa. En particular, el descenso reciente de los tipos de interés ha contribuido a aliviar el nivel de presión financiera soportado por las sociedades, en un contexto en el que sus beneficios han mostrado una evolución desfavorable. Así, de acuerdo con la información de la Central de Balances Anual, mientras que el porcentaje de empresas con REB negativo era en 2008 superior al observado en la recesión de 1992-1993, la proporción de sociedades con resultado ordinario neto (que se obtiene a partir del REB restando los gastos por amortización del capital y sumándole el resultado financiero) negativo y de aquellas cuyos pagos financieros con vencimiento próximo (intereses más deuda a corto plazo) se situaban por encima de sus rentas era también inferior al de principios de los noventa. El margen para que el componente financiero siga ejerciendo un impacto positivo sobre los beneficios empresariales es, no obstante, pequeño, dado el nivel alcanzado por los tipos de interés. Cabe esperar, por tanto, que, en un contexto de ascensos en estos últimos, su contribución a la evolución de las rentas netas de las sociedades pase a ejercer una influencia desfavorable.

En conjunto, la importante transformación que han presentado los balances de empresas y familias en los últimos 15 años sitúa a estos sectores con una posición financiera menos saneada que en el pasado. El elevado endeudamiento alcanzado (y, en el caso de las sociedades, especialmente en la rama de servicios inmobiliarios) implica que, a diferencia de lo observado tras la recesión de principios de los noventa, su capacidad para sustentar la recuperación de sus niveles de gasto en una expansión de sus pasivos es ahora más limitada. Asimismo, la reducción de los costes de financiación observada en los últimos años, que ha contribuido a mitigar el impacto sobre los gastos financieros del ascenso de la deuda, los ha situado en niveles muy reducidos, por lo que reducciones adicionales de la carga financiera soportada por estos agentes difícilmente se podrán conseguir sin una disminución de sus pasivos.

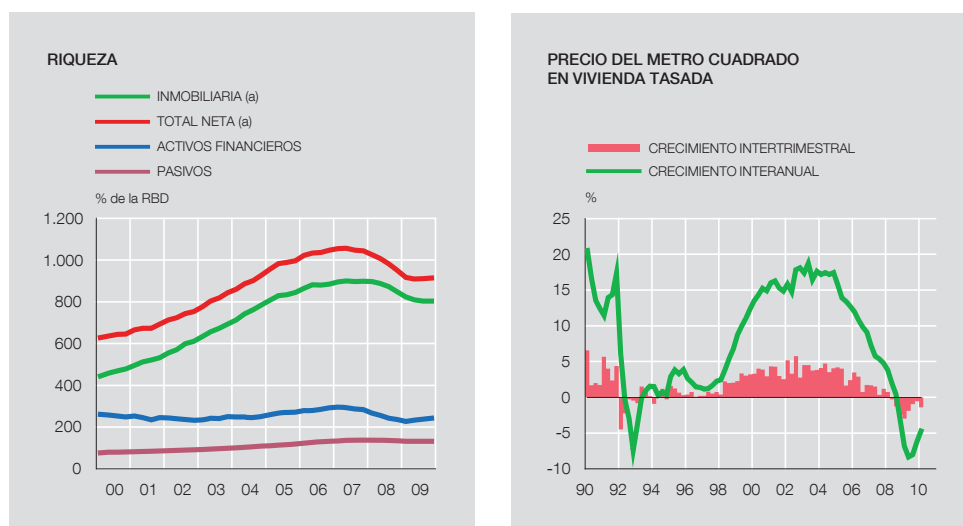
4.2 LAS SOCIEDADES

La deuda de las sociedades se está contrayendo...

... apreciándose diferencias por instrumentos, sectores y tamaños

La intensa desaceleración que desde principios de 2007 está mostrando la financiación captada por las sociedades ha llevado a que su tasa de crecimiento se sitúe en valores negativos. Así, a principios de 2010 se encontraba en torno al -2%, 30 pp por debajo de la registrada a finales de 2006.

Detrás de esta evolución subyace un comportamiento heterogéneo por instrumentos, tamaño de los prestatarios y ramas de actividad. Así, en primer lugar, mientras que el crédito concedido por las entidades españolas se ralentizó de forma muy intensa, el procedente del resto del mundo y la emisión de títulos de renta fija, utilizados fundamentalmente por las empresas de



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

a. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

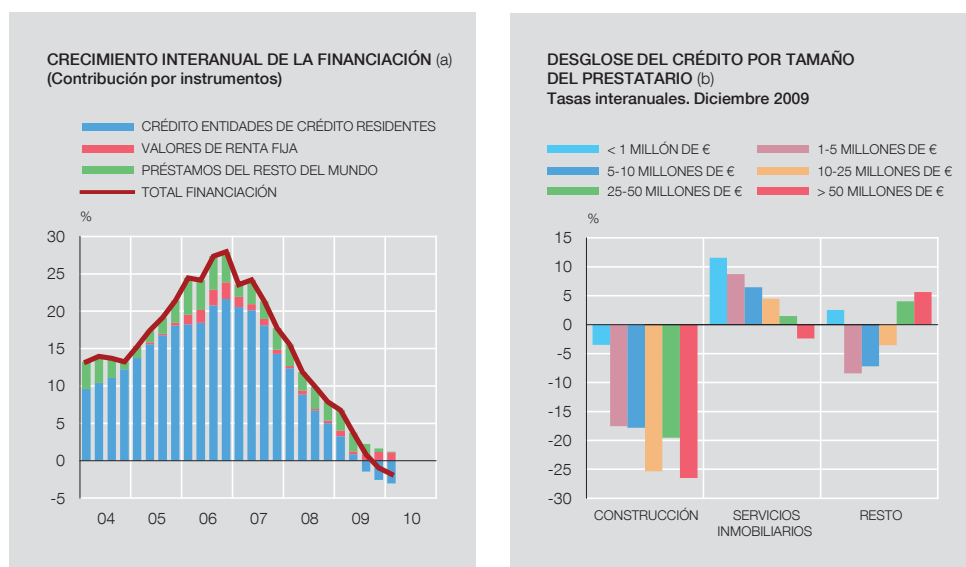
mayor tamaño, han mostrado un comportamiento más dinámico, que está, en parte, relacionado con las mejores perspectivas para este grupo de compañías, algunas de las cuales se encuentran en procesos de expansión internacional (véase panel izquierdo del gráfico 6.5). En la misma línea, se observa una contracción mayor de la financiación concedida por las entidades residentes a las pymes —en comparación con la otorgada a las sociedades de mayor dimensión— en los sectores distintos de la construcción y los servicios inmobiliarios. Este desarrollo fue consecuencia, probablemente, del comportamiento más negativo de sus beneficios y de su situación financiera más comprometida, que habría contribuido a deprimir en mayor medida su demanda de fondos y a incrementar los riesgos asociados a la concesión de préstamos, en un clima de mayor rigor en el control de la exposición de las entidades de crédito. Finalmente, se aprecia también una importante heterogeneidad por ramas productivas. Así, aumentó ligeramente el otorgado a los servicios inmobiliarios (lo que podría explicarse, en parte, en un contexto como el actual, porque el ritmo de venta de los inmuebles se está reduciendo y esto implica el mantenimiento de la correspondiente financiación durante un tiempo más prolongado), mientras que el destinado a los sectores de construcción y agricultura se contrajo sustancialmente, y también —aunque en menor medida— el del resto de servicios.

Las necesidades de fondos del sector han disminuido, en gran parte por la caída de la inversión empresarial

La intensa desaceleración de la inversión empresarial ha propiciado una rápida corrección de las necesidades netas de financiación del sector. Así, a finales de 2009 estas suponían el 0,5% del PIB, 11 pp menos que en 2007. La brecha de financiación, que incorpora además la inversión en el exterior de carácter permanente, se ha reducido en mayor medida durante este período (casi 15 pp), en línea con la importante caída de la inversión directa en el resto del mundo, y se situaba a finales de 2009 en el 1,2% del PIB. En paralelo, se ha producido un importante retroceso del saldo de crédito comercial —más acusado que el registrado en la recesión de principios de los noventa—, debido posiblemente al menor dinamismo de la actividad y a una mayor reticencia de las empresas a conceder este tipo de financiación.

La contracción de la actividad económica se reflejó en la evolución de las rentas empresariales...

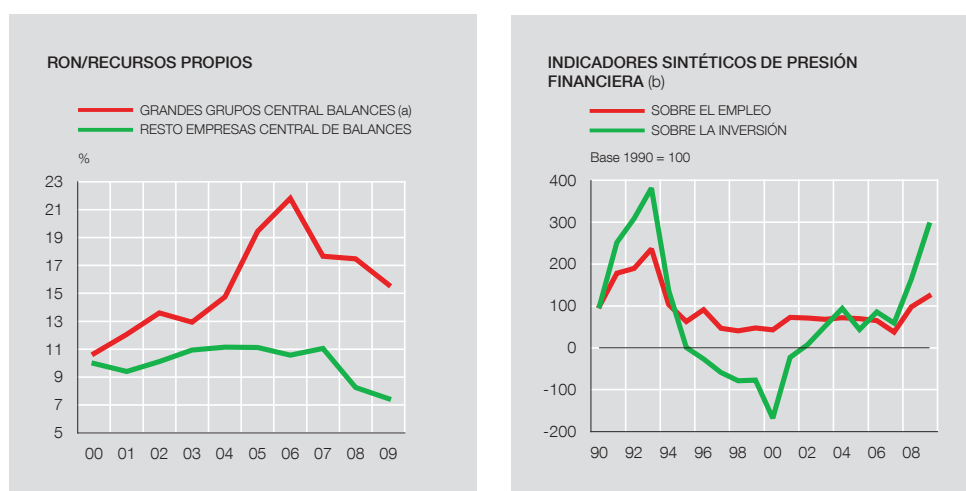
La contracción de la actividad económica se ha reflejado también en la evolución de las rentas empresariales. Así, en la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), en la que predominan las sociedades de mayor tamaño, en 2009 aumentó nuevamente el porcentaje de empresas con resultados ordinarios negati-



FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye crédito titulizado fuera de balance.
- b. Aproximado con datos de la CIR. Las empresas se clasifican por tamaño según el volumen total de deuda que tenían registrado en la CIR a diciembre de 2008. Los nuevos deudores que aparecen en 2009 se clasifican según el nivel total de deuda a finales de dicho año.

INDICADORES DE RENTABILIDAD Y PRESIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTE: Banco de España.

- a. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- b. Indicadores estimados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

vos. De acuerdo con la información disponible para 2008 de los registros mercantiles y la Central de Balances, el deterioro de los resultados estaría siendo más acusado en las sociedades de menor dimensión, excepto en la construcción y en los servicios inmobiliarios, donde el retroceso es más homogéneo por tamaños. No obstante, cabe mencionar que los últimos datos disponibles de la CBT, relativos al cuarto trimestre de 2009, apuntan a que se habría frenado el deterioro de las rentas empresariales. En este mismo sentido, los analistas estiman que los beneficios de las compañías cotizadas experimentarán solo



FUENTE: Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

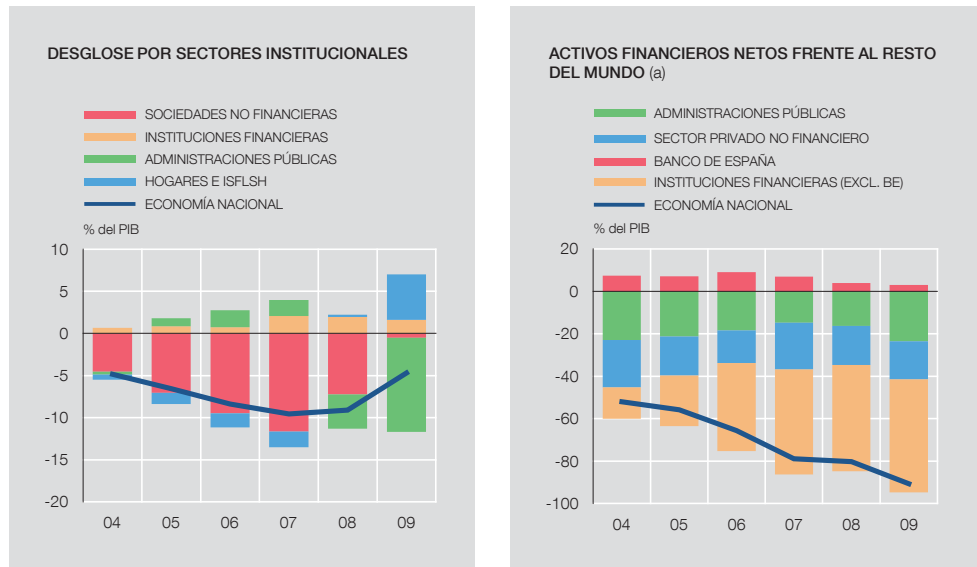
ligeros descensos durante los próximos doce meses, lo que supone una revisión al alza en comparación con trimestres anteriores.

... que ha impedido que la disminución de sus pasivos se traduzca en una corrección de su ratio de endeudamiento...

La evolución desfavorable de las rentas ha hecho que, a pesar de la contracción de los pasivos del sector, su ratio de endeudamiento en relación con las rentas generadas haya mantenido una tendencia ascendente, hasta alcanzar valores algo por debajo del 600% (véanse gráficos 3 y 4 del recuadro 6.2). La reducción que han presentado los costes de financiación de las empresas ha permitido que, a pesar de esta evolución, la carga financiera asociada haya descendido hasta situarse próxima al 22,5% de las rentas generadas, 6,9 pp menos que un año antes, cuando alcanzó su máximo histórico. De cara al futuro, resulta poco probable, como en el caso de los hogares, que, dado el reducido nivel alcanzado por los costes de financiación, esta variable pueda seguir contribuyendo a aliviar la presión financiera del sector (véase recuadro 6.2).

... y ha aumentado la proporción de empresas con dificultades para hacer frente al pago de sus deudas

Como resultado del deterioro observado en la posición patrimonial de las sociedades, los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo han aumentado notablemente hasta situarse en torno a los valores observados en la anterior recesión, aunque los valores más recientes apuntan a una moderación de esta tendencia (véase gráfico 6.6).



FUENTE: Banco de España.

a. No incluye activos y pasivos sin sectorizar.

También se han incrementado el número de empresas en situación concursal y la ratio de morosidad. Las empresas con mayores dificultades financieras continúan siendo las de las ramas de construcción y servicios inmobiliarios, cuya ratio de morosidad se situaba en diciembre en el 9,6%, prácticamente el triple de la observada para el resto de actividades (véase gráfico 6.1).

4.3 LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

La política fiscal expansiva se ha traducido en un marcado incremento del déficit público...

... que se ha financiado, en gran medida, mediante la emisión valores de renta fija

El endeudamiento del sector en relación con el PIB supera el 50%, 17 pp más que en 2006

La política fiscal expansiva ha conllevado un marcado deterioro de las finanzas públicas. Así, las AAPP han pasado de presentar una capacidad de financiación próxima al 2% del PIB en 2007 a registrar un saldo deudor del 11,2% en 2009 (véase gráfico 6.7). Por subsectores, este deterioro ha sido más intenso en la Administración Central y también, aunque en menor medida, en las Comunidades Autónomas. Por su parte, la Seguridad Social ha seguido manteniendo una posición excedentaria, aunque por un importe inferior al de los años anteriores.

Las abultadas necesidades de financiación y el aumento en las tenencias de activos se han cubierto, fundamentalmente, mediante emisiones de valores, tanto a corto como, en especial, a medio y a largo plazo. Los recursos captados a través de este tipo de instrumentos supusieron conjuntamente casi el 90% del total de fondos obtenidos y alcanzaron, en términos netos, un importe equivalente al 3,2% y al 9,4% del PIB, respectivamente, un volumen mucho más elevado que en los años anteriores. Por el lado de los activos, se incrementó el saldo de depósitos, reflejando, en parte, las dotaciones efectuadas al FROB, mientras que la adquisición de valores descendió.

El rápido avance de la deuda pública, que se ha incrementado en más de un 45% en dos años, unido al retroceso del PIB, se ha traducido en un notable incremento de la ratio de deuda sobre el PIB, que aumentó en 13,5 pp en 2009, hasta alcanzar el 53%, 18 pp por encima del mínimo alcanzado en el primer trimestre de 2008. La intensidad en la emisión de valores de renta fija por parte de las AAPP se ha moderado en los primeros meses de 2010, aunque sigue manteniendo un ritmo elevado.

% del PIB	2006	2007	2008	2009
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-8,4	-9,6	-9,1	-4,7
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,1	14,8	2,5	1,0
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	5,2	2,1	-0,3	-1,8
De los cuales:				
<i>Interbancario (a)</i>	3,4	4,2	-0,5	-1,7
Valores distintos de acciones	-1,2	1,6	1,3	0,0
De los cuales:				
<i>Entidades de crédito</i>	-2,0	1,8	1,6	1,3
<i>Inversores institucionales</i>	0,7	0,0	-1,3	-0,5
Acciones y otras participaciones	10,8	8,8	1,9	1,5
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	8,3	6,6	3,1	0,0
<i>Inversores institucionales</i>	1,2	-1,1	-1,6	0,3
Préstamos	2,1	1,2	0,8	0,7
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	26,5	24,3	11,6	5,7
Depósitos	0,3	7,3	9,0	0,9
De los cuales:				
<i>Interbancario (a)</i>	0,6	6,7	6,2	0,7
Valores distintos de acciones	21,3	8,1	-2,6	3,8
De los cuales:				
<i>Administraciones Públicas</i>	1,0	-1,3	1,2	5,1
<i>Entidades de crédito</i>	8,0	3,6	-1,9	1,1
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	12,3	5,8	-1,9	-2,4
Acciones y otras participaciones	0,5	4,6	3,3	0,9
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	0,1	4,7	2,4	0,1
Préstamos	3,5	3,1	2,7	1,0
Otros neto (b)	-0,4	0,3	0,4	-1,5
PRO MEMORIA:				
Inversión directa de España en el exterior	8,4	9,5	4,7	1,1
Inversión directa del exterior en España	2,5	4,5	4,6	1,0

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen *repos*.

b. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activo que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

No obstante, el impacto sobre la carga financiera se ha visto aminorado por el descenso de los costes de financiación

El descenso de los costes medios de financiación ha permitido mitigar el impacto del sustancial aumento de la deuda pública sobre los pagos por intereses. Estos aumentaron un 10%, en términos interanuales, pasando a representar un 1,8% del PIB, solo 0,2 pp más que en 2008.

5 La inversión y la financiación exterior de la economía española

Las necesidades de financiación de la nación se han reducido

En 2009 se produjo una notable reducción de las necesidades de financiación del conjunto de la nación, que se situaron, en términos acumulados de doce meses, en el 4,7% del PIB, cifra alejada de los valores próximos al 9% del PIB observados entre 2006 y 2008 (véase gráfico 6.8). Esta mejora ha sido el resultado de la recuperación en la capacidad de financiación de los hogares y la menor necesidad de fondos de las sociedades —como reflejo de la intensa contención en sus planes de gasto—, que más que compensaron el aumento del déficit de las AAPP (y el menor ahorro de las instituciones financieras) (véase capítulo 5).

Las entradas de capital se canalizaron principalmente mediante instrumentos emitidos por las AAPP

Las entradas de capital continuaron la tendencia descendente mostrada desde el inicio de la crisis y alcanzaron un volumen equivalente al 5,7% del PIB, aproximadamente la mitad del de 2008 (véase cuadro 6.4). Además, se apreciaron notables cambios en su composición. Así, el grueso de la financiación se canalizó mediante emisiones de deuda de las AAPP, que representaron un importe superior al 5% del PIB. La captación neta de fondos a través de títulos de renta fija de las entidades de crédito alcanzó el 1% del PIB, frente a un valor del -1,9% en el ejercicio anterior, lo que refleja una cierta mejora de los mercados de financiación mayorista y la buena acogida de las emisiones avaladas. Por el contrario, la posición neta en el mercado interbancario descendió hasta el 2,4% del PIB, desde el 6,7% del año anterior. También disminuyeron los flujos captados mediante la adquisición de acciones y otras participaciones por no residentes, hasta suponer en torno al 1% del PIB, en consonancia con la caída de la inversión directa del exterior en España, que se situó igualmente en el 1% del PIB.

Tras experimentar intensas caídas en los dos ejercicios precedentes, las salidas de capital se redujeron ligeramente —en 1 pp—, hasta suponer el 1% del PIB. Este descenso afectó tanto a los valores de renta fija como a las acciones y participaciones. En particular, disminuyeron las adquisiciones de estas últimas por parte de las sociedades no financieras, hasta hacerse prácticamente nulas, desde el 3,1% del PIB en 2008. En línea con este desarrollo, la inversión directa de España en el exterior se contrajo, hasta suponer el 1,1% del PIB, continuando la tendencia descendente desde el 9,5% alcanzado en 2007.

El saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional aumentó

Como consecuencia de los flujos de inversión y de los cambios de precios en los activos, el saldo de los pasivos netos del conjunto de la nación frente al resto del mundo representaba al cierre de 2009 algo más del 90% del PIB, lo que supone más de 10 pp por encima del registro del año anterior, de los que algo más de 7 pp corresponden al aumento del saldo neto de deuda pública en poder del resto del mundo¹ (véase gráfico 6.8).

1. Para más detalles, puede consultarse la publicación *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España*.

1 Introducción

Este capítulo del *Informe Anual*, dedicado a la gestión del Banco de España, describe globalmente los aspectos más destacados de la actividad de la institución durante 2009, algunos de los cuales serán abordados con mayor detalle en las memorias monográficas que los distintos departamentos publican anualmente (Supervisión Bancaria, Balanza de Pagos, Servicio de Reclamaciones, Central de Balances, Central de Información de Riesgos, Actividades de Investigación, Vigilancia de los Sistemas de Pago y Mercado de Deuda Pública).

2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema

Los Estados miembros de la UE continuaron durante el año 2009 el proceso de ratificación del Tratado de Lisboa. Tras su ratificación por la República Checa el 4 de noviembre de 2009, el Tratado de Lisboa entró en vigor el 1 de diciembre de 2009.

El Tratado de Lisboa entró en vigor el 1 de diciembre de 2009

Es de destacar el nuevo marco institucional de supervisión financiera en la UE, cuyas propuestas legislativas fueron publicadas por la Comisión Europea el 23 de septiembre de 2009. Se basa en dos pilares:

- La Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB), que se constituye como un organismo independiente responsable de la supervisión macroprudencial del conjunto del sistema financiero de la UE. El BCE y los bancos centrales nacionales desempeñarán un papel fundamental, por su conocimiento y responsabilidades en el área de la estabilidad financiera. El BCE asegurará el Secretariado y facilitará apoyo analítico, estadístico, logístico y administrativo a la ESRB. Asimismo, el Secretariado contará con el asesoramiento técnico de bancos centrales y autoridades supervisoras nacionales a través del Comité de Asesoramiento Técnico (ATC).
- El Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS), integrado por los supervisores financieros nacionales y tres autoridades supervisoras, creadas a partir de los actuales comités europeos de supervisores macroprudenciales y dotadas de poderes específicos: la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA) y la Autoridad Europea de Seguros y Fondos de Pensiones (EIOPA). Este nuevo sistema combinará la responsabilidad de la supervisión diaria de las entidades de la UE, que continuará correspondiendo a las autoridades nacionales, con tareas específicas desarrolladas en el ámbito europeo, que permitirán mejorar la calidad y consistencia de la supervisión, fortalecer la supervisión de los grupos transfronterizos y establecer un único conjunto de normas europeas.

Como en años anteriores, durante 2009 el Banco de España mantuvo una intensa actividad como miembro del Eurosistema. El gobernador participó en las reuniones regulares que celebraron los Consejos de Gobierno y General del BCE, en las que se adoptaron, inter alia, decisiones de política monetaria, tal y como se explica con detalle en los capítulos 1 y 4 de este *Informe Anual*.

Un amplio número de profesionales del Banco de España participó en los comités, grupos de trabajo y otras formaciones del Eurosistema para asistir a los órganos de gobierno del BCE en la toma de decisiones o preparar sus reuniones.

Junto a una consolidada estructura de comités y grupos de trabajo, el sistema mantiene un componente más flexible a través de los equipos de trabajo (*task forces*), cuya existencia se vincula a la realización de una tarea en un ámbito muy concreto y con un horizonte temporal limitado. Cabe destacar la creación en 2009 del equipo de trabajo de alto nivel (*High-level Task Force*), sobre control y gestión del riesgo en las operaciones de crédito del Eurosistema, del que es miembro el gobernador. Asimismo, se crearon o reactivaron algunos equipos de trabajo de alto nivel, en los que participa el director general de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago.

Además, en marzo de 2009 se creó el Consejo del Programa T2S (*TARGET2-Securities*), en el que el Banco de España participa con un miembro alterno, con el objetivo de garantizar la conclusión con éxito del Programa T2S.

El Banco ha intervenido activamente en los ejercicios de previsión del Eurosistema y en la elaboración del informe sobre finanzas públicas, así como en un informe sobre cuestiones estructurales relacionadas con los mercados energéticos y la macroeconomía, que se enviará al Parlamento Europeo en junio de 2010.

Como miembro del SEBC, el Banco de España ha participado en la elaboración de los dos informes anuales del Comité de Supervisión Bancaria (BSC): el de estructuras bancarias (del cual solo se ha publicado el anejo estadístico) y el de estabilidad del sector bancario. Asimismo, el Banco de España ha contribuido al informe semestral sobre estabilidad financiera y a los análisis que realiza semestralmente la Mesa de Estabilidad Financiera del Comité Económico y Financiero. Por otra parte, se han desarrollado en el BSC varios análisis sobre temas de especial interés, como las estructuras y políticas de financiación de los bancos y el mercado de crédito y riesgo de contraparte en Europa.

Por lo que respecta a la cooperación entre bancos centrales y autoridades supervisoras, el BSC, en colaboración con el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), ha analizado el grado de implantación del marco analítico común desarrollado en 2008 para valorar las implicaciones sistémicas de una crisis. Por último, se ha seguido trabajando en el intercambio de información entre registros centrales de riesgos y se ha avanzado en las discusiones sobre el uso de estos registros con fines macroprudenciales.

En cumplimiento de los objetivos de cooperación implícitos en la UEM, el Banco de España tomó parte activa a lo largo de 2009 en el diseño e implementación de las estrategias de política monetaria del Eurosistema derivadas de las especiales circunstancias vividas por los mercados desde finales de 2008 y, en concreto, en la puesta en marcha de las subastas de provisión de liquidez a un año y en la constitución de carteras de bonos garantizados (*covered bonds*). En relación con estas, el BCE comunicó en mayo su decisión de constituir una cartera por un importe total de 60 mm de euros, de los que cada banco central nacional compraría una cantidad proporcional a su participación en el capital del BCE, en un programa que termina a finales de junio de 2010.

TARGET2 ha funcionado de manera satisfactoria en su primer año

En el ámbito de los sistemas de pagos, y una vez finalizada con éxito la migración a TARGET2, 2009 ha sido el primer año completo de funcionamiento de este sistema de grandes pagos europeos, que desempeña un papel fundamental en la ejecución de la política monetaria y en el funcionamiento de los mercados monetarios del euro. TARGET2 funcionó de manera satisfactoria durante 2009, con un nivel de disponibilidad que alcanzó el 99,79% (véase epígrafe 6.2). No obstante, TARGET2 no ha sido ajeno a la crisis financiera, como pone de manifiesto el descenso tanto en número de operaciones como en importes procesados. Esta crisis, además, ha puesto de relieve la necesidad de fomentar la utilización de infraestructuras de

mercado para la compensación y liquidación de derivados no negociados en un mercado organizado (*over the counter*, OTC). El Banco de España participa en diversas iniciativas públicas que persiguen este objetivo, como el apoyo en el ámbito del Eurosistema al establecimiento de entidades de contrapartida central para la compensación y liquidación de *Credit Default Swaps* (*seguros de riesgo crediticio*).

Por lo que respecta a la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA), el Banco de España ha continuado coordinando los esfuerzos para la transición en España, liderando los foros creados a tal efecto y alentando y facilitando la migración de las Administraciones Públicas. El Banco ha contribuido a la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva de Servicios de Pago, que ha concluido con la entrada en vigor de la Ley 16/2009, de Servicios de Pago, publicada el 14 de noviembre, que facilitará la integración de los mercados de pagos minoristas en Europa.

El Banco de España ha participado en los proyectos que el Eurosistema está desarrollando en las áreas de la liquidación de valores —TARGET2-*Securities* (T2S)—, de la gestión de garantías para sus operaciones de política monetaria (CCBM2) y de las operaciones de mercado (MOP). Además, ha colaborado en el proyecto sobre información de precios de activos financieros (CEPH).

El Banco de España volvió a ser elegido para evaluar la calidad de los billetes en la zona del euro

En el ámbito de los billetes en euros, el Banco de España continuó desarrollando las funciones que tiene encomendadas, entre las que destacaron las relativas al control de la producción, el almacenaje, la distribución y el cuidado de la calidad de los billetes. En este apartado, el Banco volvió a ser elegido por el Eurosistema para realizar el trabajo de medición de la calidad de los billetes en circulación en los 16 países de la zona del euro. Además, continuó con la custodia de los billetes que constituyen la reserva estratégica del Eurosistema y, como consecuencia, tuvo una participación significativa en la organización de los transportes internacionales de billetes.

Por otro lado, el Banco desempeñó un importante papel, bajo la dirección del BCE, en las tareas preparatorias (económicas y técnicas) y en las pruebas de la segunda serie de billetes en euros que se pondrán en circulación en los próximos años.

3 Actividades internacionales

El Banco de España considera el aumento de su proyección y prestigio internacional uno de sus objetivos más importantes. En este campo, ha continuado trabajando para consolidar una imagen de excelencia que facilite la interlocución con los demás bancos centrales, supervisores y reguladores financieros, así como con los organismos multilaterales. La crisis financiera internacional, que comenzó en el verano de 2007, y que se acentuó en septiembre de 2008, ha puesto de manifiesto la necesidad de encontrar soluciones globales, tarea en la que resulta fundamental la existencia de una interlocución adecuada y fluida.

En el epígrafe 2 ya se ha referido la actividad desplegada en el ámbito del Eurosistema, de manera que aquí se prestará especial atención a otros foros en los que el Banco participa, tanto en el entorno europeo como en el global. Finalmente, se hará mención a las relaciones bilaterales, a la cooperación técnica prestada a otros bancos centrales y organismos supervisores y reguladores bancarios, y a los seminarios y conferencias de carácter internacional que se han organizado.

El trabajo de los comités internacionales estuvo marcado por el plan de acción del G 20

El trabajo de los comités internacionales de ámbito global en el año 2009 estuvo marcado por el plan de acción de la cumbre de líderes del G 20 celebrada en Washington el 15 de noviembre de 2008. En dicha reunión surgió un compromiso para reforzar la cooperación y trabajar

conjuntamente en la identificación e implantación de las reformas necesarias para mejorar el funcionamiento y la solvencia de los sistemas financieros mundiales. Este compromiso se ratificó en las cumbres del G 20 de Londres y Pittsburgh, celebradas en abril y septiembre de 2009, respectivamente. Entre los acuerdos adoptados figuraba aumentar el número de miembros del Foro de Estabilidad Financiera, y así, tras la cumbre celebrada el 2 de abril en Londres, que da lugar a la «Declaración sobre refuerzo del sistema financiero», se transforma el anterior Foro en el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y se amplía su composición, contando ahora con una base institucional más fuerte (véase epígrafe 3.1).

En el ámbito europeo hay que subrayar la hoja de ruta establecida por el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) sobre supervisión financiera, estabilidad y regulación, en la que destacan sus referencias a la arquitectura supervisora de la UE y a la prevención, gestión y resolución de crisis bancarias.

3.1 RELACIONES INTERNACIONALES

En el ámbito de la UE, el Banco de España ha participado, como parte de la delegación española, en diversos grupos de trabajo y comités del marco institucional comunitario.

Como en años anteriores, el gobernador participó, junto con sus homólogos europeos y los ministros de Economía y Finanzas, en las reuniones informales del ECOFIN. Durante 2009 se celebraron dos reuniones: en Praga (abril) y en Gotemburgo (octubre), bajo las presidencias de la República Checa y de Suecia, respectivamente. En ellas se abordaron los temas económicos y financieros prioritarios en el ámbito comunitario, ocupando un lugar destacado las cuestiones relacionadas con la estabilidad financiera, la futura arquitectura supervisora europea (véase epígrafe 2), la prueba de resistencia realizada por el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) y la preparación de las reuniones del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Durante 2009, la labor del Comité Económico y Financiero (CEF) incluyó, en primer lugar, la revisión regular de la situación económica y financiera en la UE, así como el examen anual de los programas de estabilidad y convergencia. Durante el año se culminó el trabajo que se había realizado sobre arquitectura financiera europea y se avanzó en los asuntos de estabilidad financiera señalados en la hoja de ruta aprobada por el ECOFIN en octubre de 2007 en respuesta a la crisis financiera (que incluye, entre otros, temas de transparencia financiera, valoración de activos, marco prudencial de supervisión y agencias de calificación). Además, se realizó el seguimiento de los planes nacionales de apoyo financiero y se adoptaron diversas posiciones europeas con vistas a distintas reuniones internacionales (G 20, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, etc.).

Por su parte, la agenda de trabajo del Comité de Política Económica (CPE) puso especial énfasis en el análisis del impacto de la crisis económica sobre el crecimiento potencial de las economías europeas, el efecto del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas y su sostenibilidad a largo plazo. Asimismo, se prestó particular atención a la renovación de la Estrategia de Lisboa, que tendrá lugar en 2010 (Estrategia de la Unión Europea 2020), al papel de la política fiscal y de las reformas del mercado de trabajo y estructurales en general en la estrategia de salida de la crisis, a las vías de mejora del funcionamiento del mercado único y a las alternativas de financiación internacional del cambio climático.

También son destacables las aportaciones realizadas por el Banco en los comités de supervisión financiera dependientes de las instituciones europeas, y en particular en el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS). Durante 2009 la actividad del CEBS se ha centrado principalmente en las siguientes tareas:

- Asesoramiento técnico a la Comisión Europea sobre el intercambio de información entre supervisores, opciones y discrecionalidades en la normativa nacional, titulaciones y bancos custodios.
- Cooperación y convergencia en las prácticas supervisoras, habiéndose acordado un marco genérico para la implantación de las guías que apruebe el Comité. Además, se han publicado varios documentos, entre los que destacan unos *Principios de alto nivel sobre políticas de retribución* y unas guías, en fase de consulta, sobre el funcionamiento operativo de los colegios de supervisores.
- Trabajos relacionados con la crisis financiera, en los que el principal hito ha sido la prueba de resistencia (coordinada con el BCE y la Comisión Europea) del sector financiero, basado en una muestra de 22 grandes grupos bancarios transfronterizos. También destaca el informe semestral para la Mesa de Estabilidad Financiera sobre las tendencias, riesgos y vulnerabilidades del sector bancario.

Además, en Europa se abordaron diversos análisis de forma conjunta entre los tres comités de supervisores de nivel 3 de los distintos sectores: CEBS, CEIOPS (Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación) y CESR (Comité de Reguladores de Valores Europeos). Así, por ejemplo, dentro de los trabajos llevados a cabo por estos comités —lo que se ha venido a denominar «el 3L3»— destaca el análisis de las implicaciones de la nueva arquitectura supervisora europea. Por último, el Comité Conjunto sobre Conglomerados Financieros (que depende del CEBS y del CEIOPS) asesoró a la Comisión Europea en la revisión de la directiva de conglomerados y publicó un documento denominado *Los 10 principios para los colegios de supervisores*.

España se incorporó al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB)

Por lo que respecta a la actividad internacional de carácter global, merece mención especial la incorporación de España al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), en el que está representada por la Secretaría de Estado de Economía, del Ministerio de Economía y Hacienda, y por el Banco de España. El objetivo del FSB es coordinar el trabajo de las autoridades financieras nacionales y de los comités y organismos internacionales emisores de estándares. Para ello, identifica y analiza las vulnerabilidades del sistema financiero, coordina y promueve la respuesta de las autoridades y comités a dichas vulnerabilidades, vigila las posibles deficiencias e inconsistencias de los estándares internacionales, y evalúa el grado de implantación de estos estándares en cada una de las jurisdicciones que lo integran. Conviene destacar los trabajos del FSB relativos al tratamiento del riesgo moral de las entidades sistémicas y al de la prociclicidad en la regulación financiera, así como al relanzamiento del mercado de titulaciones.

El Banco de España ha participado activamente en las actividades de cooperación entre los bancos centrales que se desarrollan en el entorno del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI). Este año, estas han sido particularmente intensas e importantes, destacando las reuniones bimestrales de gobernadores y los trabajos desarrollados en los distintos comités, en los que participa el Banco de España. Entre estos últimos, cabe destacar los comités de Estabilidad Financiera Global y de Mercados, de los que el Banco de España ya es miembro formal pleno.

Asimismo, el Banco ha seguido contribuyendo activamente a los trabajos del Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS), dirigiendo algunas de sus actuaciones. En respuesta a un requerimiento del G 20, el BCBS ha publicado normas, guías y documentos de consulta para hacer frente a las debilidades relacionadas con la regulación, la supervisión y la gestión de riesgos de los bancos. En particular, se han desarrollado propuestas para:

- Reformar el tratamiento de la cartera de negociación, en las titulaciones y exposiciones con vehículos fuera de balance.
- Fortalecer los denominados «Pilar 2», para abordar debilidades en el gobierno corporativo, y «Pilar 3», sobre disciplina de mercado.
- Mejorar la calidad del capital y armonizar sus elementos, y reforzar las exigencias por riesgo de contraparte.
- Introducir una ratio de apalancamiento y una serie de medidas anticíclicas.
- Introducir un estándar mínimo de liquidez y un conjunto de indicadores de seguimiento.

Todo ello, sin olvidar la emisión de otras guías e informes, como el de *Principios para las prácticas y supervisión de las pruebas de resistencia*, y la recomendación sobre la liquidación de bancos transfronterizos. Por último, hay que señalar, en relación con la implantación de estándares recogidos en Basilea II, el seguimiento de su impacto y posible prociclicidad, y el desarrollo de una metodología para la valoración de los principios y normas de retribución.

El Banco se ha implicado en los trabajos del Foro Conjunto (*Joint Forum*), que reúne a los supervisores bancarios, de valores y de seguros de todo el mundo, y que se ha centrado en el análisis de varios aspectos que están en el epicentro de la crisis, como el uso de las calificaciones crediticias en estos tres sectores, un informe sobre las entidades de propósito especial y la revisión de la naturaleza diferenciada de la regulación financiera.

Otro catalizador tradicional de la actividad global del Banco es el Fondo Monetario Internacional (FMI). Como viene siendo tradicional, se ha realizado un notable esfuerzo en la preparación de notas para el establecimiento de las posiciones de los representantes españoles en esta institución acerca de los principales asuntos discutidos en su directorio ejecutivo. A lo largo de 2009, el Banco ha prestado especial atención a las reformas necesarias para que el Fondo se adapte a los retos que la crisis financiera ha planteado y que recibieron un decisivo impulso tras la cumbre del G 20 de Londres.

Entre los temas que más atención han recibido durante 2009 destacan la revisión de las líneas de financiación del Fondo y la condicionalidad de sus programas; la emisión de derechos especiales de giro prevista por el G 20; la implantación de fuentes de financiación del FMI suplementarias de las cuotas y, en particular, la ampliación de los *Nuevos Acuerdos de Préstamo*; el examen de diferentes opciones para mejorar la gobernabilidad de la institución, y una mayor integración de la supervisión bilateral con los programas de evaluación del sector financiero. Además, se ha participado en la discusión de los informes periódicos del artículo IV de los países con mayor relevancia para España. Por último, en el ámbito de la supervisión multilateral, se han aportado opiniones y comentarios al *Informe de Perspectivas Económicas Mundiales* y al *Informe de Estabilidad Financiera Global*, que elabora el FMI con periodicidad bianual.

El Banco participó en las reuniones del Comité Monetario y Financiero Internacional del FMI, que se celebran en primavera y en otoño. En estas reuniones se revisaron, por un lado, las perspectivas de la economía global y, por otro, los temas más relevantes de política y gobierno de la institución.

En 2009, el Banco mantuvo su estrecha colaboración con los principales bancos multilaterales de desarrollo —Banco Mundial, Banco Asiático de Desarrollo y Banco Interamericano de Desarrollo— y, a nivel bilateral, con otros bancos centrales y supervisores bancarios, a través de reuniones tanto de alto nivel como de ámbito técnico. Como en años anteriores, se ha formado parte de las delegaciones españolas participantes en las reuniones periódicas del Club de París y de los grupos de trabajo sobre crédito a la exportación de la UE y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

El Banco de España continúa presidiendo, junto a la Reserva Federal de Filadelfia, el Grupo de Trabajo Internacional sobre Riesgo Operacional (IORWG), cuyo principal objetivo es actuar como centro de conocimiento y experiencia para una gestión avanzada del riesgo operacional en la banca central. El grupo está integrado por los responsables de la gestión del riesgo operacional de más de cuarenta bancos centrales y autoridades monetarias, y se reúne anualmente.

Ha sido particularmente intensa la colaboración con organismos latinoamericanos

La colaboración con organismos latinoamericanos es particularmente intensa. Así, en lo que concierne al Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), que sirve como principal foro de coordinación de los bancos centrales latinoamericanos, el Banco participó en las Reuniones de Gobernadores, del Comité de Alternos y del Comité de Auditoría. Además, el Banco participa en los distintos grupos de trabajo de la institución y en sus actividades formativas, en las que puede considerarse uno de sus mayores colaboradores.

Durante 2009 se ha mantenido una participación muy activa en la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA), a la que pertenecen todas las instituciones de supervisión bancaria del continente americano. El Banco, como miembro asociado desde octubre de 2006, participa activamente en los órganos de gobierno de la Asociación, en los planes de capacitación y en los grupos de trabajo y demás actividades que realiza. Se han organizado conjuntamente cuatro seminarios sobre temas de interés común y se ha tomado parte en varios grupos de trabajo, entre los que destaca el de Riesgo Operacional en Instituciones Bancarias.

La demanda de cooperación técnica ha mantenido su crecimiento sostenido

Un elemento que contribuye decisivamente a la proyección exterior del Banco es la prestación de cooperación y asistencia técnica a otros bancos centrales y organismos supervisores y reguladores. Esta actividad ha experimentado un crecimiento sostenido a la largo de los últimos años, como consecuencia de un aumento de la demanda de estos servicios, al ser percibido el Banco de España como un referente en el campo de la banca central y de la supervisión y regulación financieras. La cooperación técnica ofrecida por el Banco se realiza de forma bilateral y a través de la permanente colaboración con diferentes organismos multilaterales relevantes en este campo, como son CEMLA, ASBA, el Consejo Monetario Centroamericano, el FMI, el Banco Mundial y el Instituto de Estabilidad Financiera del BPI.

Al igual que en años anteriores, durante 2009 la cooperación técnica se ha concentrado en el área latinoamericana por motivos lingüísticos, culturales, financieros y económicos. Esta colaboración se ha materializado de diversas formas, entre las que destacan los cursos y seminarios, las visitas de estudio al Banco, el envío de expertos a misiones in situ y la atención casi continua de consultas. A este respecto, pueden destacarse las actividades formativas organizadas por el Banco de forma individual, como el *Seminario Internacional de Banca Central*, el de *Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores* o el de *Gestión de Efectivo*, o en colaboración con otras entidades, como CEMLA, ASBA, CEDDET, etc. Entre los eventos de este tipo están los cursos sobre *Riesgo Operacional*, *Instrumentos Financieros* y *Normas Internacionales de Información Financiera*, *Contabilidad y Valoración de Instrumentos Financieros de Banca Cen-*

tral, Datos Financieros XBRL para Supervisión Financiera, seminarios sobre riesgo de crédito, etcétera.

Por lo que respecta a la actividad en otras áreas geográficas, como los países del área mediterránea y Europa del Este, en el año 2009, al igual que en años anteriores, la cooperación se ha prestado fundamentalmente por la vía de integrar el esfuerzo del Banco con el que despliegan otros bancos centrales y agencias supervisoras. Así, el Banco de España participa en varios programas coordinados dentro del Eurosistema y financiados con fondos de la UE. El área de Auditoría Interna del Banco está participando en el proyecto TACIS III de Asistencia Técnica para la Confederación de Estados Independientes, en el que se colabora, junto a otros ocho bancos centrales del Eurosistema y el propio BCE, con el Banco Central de Rusia. El área de Regulación Financiera, por su parte, aporta expertos para un programa del Eurosistema, en el que cooperan 14 bancos centrales y el BCE, que tiene como destinatarios a los candidatos y posibles candidatos a la entrada en la UE.

3.2 CONFERENCIAS, REUNIONES Y SEMINARIOS INTERNACIONALES ORGANIZADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

A lo largo de 2009, el Banco de España ha continuado su intensa actividad en la organización de reuniones y eventos de alto nivel, con el objetivo de compartir conocimiento y puntos de vista sobre las materias de actualidad. Durante este año ha tenido especial relevancia la colaboración con el FMI en la organización de alguna de estas actividades.

El Banco de España organizó tres conferencias en colaboración con el FMI

Destaca la conferencia *Reforma de la supervisión y regulación financiera: vuelta a los orígenes*, organizada junto con la Oficina Económica para América Latina y Caribe del FMI, que se celebró en la sede del Banco de España en el mes junio. El objetivo de la conferencia fue reunir a reguladores y banqueros centrales latinoamericanos para debatir, junto a grandes investigadores y expertos en política del mundo entero, sobre las reformas de la regulación financiera y la supervisión.

En colaboración con el FMI, el Banco de España organizó otras dos conferencias más. En mayo se presentaron dos capítulos temáticos de su *Informe Económico Mundial (World Economic Outlook)*, de abril de 2009. En la primera sesión se analizó el patrón de las recesiones y recuperaciones en las economías avanzadas, cómo las crisis financieras pueden generar recesiones con un patrón diferente y el papel que desempeñan las políticas macroeconómicas contracíclicas para aliviar el ajuste. La segunda sesión abordó la transmisión del estrés financiero de las economías desarrolladas a las emergentes y cómo pueden protegerse estas últimas reduciendo sus vulnerabilidades.

Asimismo, en octubre se organizó la conferencia *Perspectivas económicas para América*, con la presencia de Nicolás Eyzaguirre, director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI. La presentación abordó la situación global de la economía y las causas por las que la recuperación de la economía norteamericana está resultando más lenta de lo que ha sido habitual en anteriores períodos de crisis.

En marzo se celebró en México DF el cuarto *Seminario de alto nivel del Eurosistema y los Bancos Centrales Latinoamericanos*. Al encuentro, organizado conjuntamente por el BCE, el Banco de México y el Banco de España, asistieron gobernadores y funcionarios de bancos centrales de América Latina y del Eurosistema, además de representantes de organismos internacionales, como el CEMLA o el Banco Interamericano de Desarrollo. El evento estuvo presidido por el gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz, el presidente del Banco Central Europeo, Jean-Claude Trichet, y el entonces subgobernador del Banco de España, José Viñals. En él se abordaron como temas principales la crisis financiera y las respuestas de

política económica, las implicaciones de la caída en el precio de las materias primas para las economías latinoamericanas y europeas, y la coordinación de políticas económicas que ha exigido de forma creciente la crisis económica.

En mayo se celebró en la sede del Banco una conferencia sobre *Prociclicidad y el papel de la regulación financiera*, organizada junto con el Instituto de Estabilidad Financiera del BPI, en la que participaron autoridades procedentes de bancos centrales, organismos multilaterales, la universidad y el sector financiero. La conferencia tenía como objetivo discutir mecanismos para abordar con éxito los problemas asociados a la prociclicidad en el contexto de la promoción de la estabilidad financiera. Las tres sesiones que configuraron la agenda fueron dedicadas a: a) las lecciones de la crisis; b) el enfoque de la prociclicidad de los reguladores, y c) el papel que la valoración y el marco contable pueden desempeñar en el ciclo.

Asimismo, en mayo se celebró el seminario *Sistema bancario: retos de investigación*, organizado en colaboración con el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS), en el que participaron académicos y altos funcionarios de organismos reguladores y supervisores. En este seminario se abordaron distintos aspectos asociados a la titulización de activos, la medición del crédito y el riesgo de liquidez.

Finalmente, el Banco acogió en octubre la *X Reunión de auditoría interna de banca central del ámbito CEMLA*. El objetivo fue analizar y poner en común los últimos desarrollos y mejoras en el desempeño de la función de auditoría interna en los bancos centrales de los países miembros y colaboradores del CEMLA. La reunión contó con la asistencia de buena parte de los bancos centrales latinoamericanos y del Eurosistema, así como del banco central de Filipinas y de varios organismos internacionales.

Durante 2009 el Banco de España organizó también numerosas conferencias de carácter más académico, que se enumeran en el epígrafe 4.2.

4 Análisis económico e investigación

Durante 2009 varios departamentos del Banco de España han desarrollado las labores de análisis e investigación de la economía española y de su entorno internacional, con el objetivo de asesorar a sus órganos de gobierno para el cumplimiento de las funciones que tienen encomendadas.

A lo largo del año, se publicaron 35 Documentos de Trabajo y 5 Documentos Ocasionales. El número de trabajos publicados por personal del Banco de España en revistas académicas o en libros especializados fue de 58 (25 de ellos en revistas sometidas a un proceso de evaluación anónima, 22 de las cuales son de ámbito internacional), cifras comparables a las de años anteriores¹.

4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS

La crisis financiera fue en 2009 el nexo común entre todas las áreas de investigación del Banco de España

La agenda investigadora del Banco de España se articula alrededor de cinco grandes áreas:

- Modelización y previsión macroeconómica.
- Política monetaria y sus mecanismos de transmisión.
- Estabilidad financiera.

¹. Para un mayor detalle de estas publicaciones y del resto de las actividades de investigación, puede consultarse *Memoria de Actividades de Investigación del Banco de España, 2009*, disponible en la sección «Publicaciones» del sitio web del Banco de España, www.bde.es.

- Economía internacional.
- Economía española.

En este ejercicio, un nexo común entre todas ellas ha sido el análisis de las relaciones entre los sectores real y financiero de la economía, con el objetivo de identificar las causas y consecuencias de la crisis financiera, así como de evaluar posibles medidas para hacerle frente.

Los resultados preliminares de la Encuesta Financiera de las Familias 2008 estarán disponibles a finales de 2010

Por lo que se refiere a la modelización y a la previsión macroeconómica, han continuado los trabajos de desarrollo de modelos de predicción en tiempo real, así como del BEMOD (modelo dinámico estocástico de equilibrio general del Banco de España), incorporando elementos institucionales de la economía española y realizando aplicaciones para la evaluación de medidas de política económica. De la misma manera, se ha desarrollado un modelo de generaciones solapadas calibrado a la economía española para analizar el impacto de la política fiscal y de las reformas estructurales, así como para valorar las consecuencias macroeconómicas de las distintas estrategias de salida a la situación recesiva actual. Durante 2009 se ha completado la recogida de datos y se ha iniciado el proceso de elaboración de la tercera ola de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF 2008), cuyos primeros resultados preliminares estarán disponibles a finales de 2010.

Por lo que respecta al análisis de la política monetaria y sus mecanismos de transmisión, se ha avanzado en tres frentes. En primer lugar, se han analizado las consecuencias de la competencia imperfecta en el sector bancario y de varias restricciones financieras en relación con la política monetaria óptima. En segundo lugar, se ha estudiado el impacto de variaciones de los tipos de interés sobre los precios del petróleo y, en general, de los efectos de distintas perturbaciones sobre estos precios y de las posibles respuestas de política monetaria. Finalmente, a partir de los resultados empíricos de la red de investigación del Eurosistema sobre dinámica salarial (*Wage Dynamics Network*), se ha procedido a realizar estimaciones y calibraciones alternativas de varias versiones de modelos de equilibrio general para evaluar distintas reglas de política monetaria.

En el área de la estabilidad financiera y el análisis bancario, la investigación durante 2009 se ha dirigido, principalmente, a distintos aspectos relacionados con la crisis. Así, se ha seguido profundizando en el análisis del papel que desempeñan las relaciones bancarias en la evolución de la situación financiera de las empresas, se ha explorado la incidencia del entorno macroeconómico, el nivel de capitalización y liquidez bancaria para la concesión de crédito, el papel de las titulaciones en la evolución del mercado crediticio, los factores que han determinado la evolución de la ratio de morosidad agregada y se ha profundizado en el análisis del comportamiento de los bancos ante cambios en los tipos de interés de mercado.

En la actividad de investigación en relación con la economía y los mercados financieros internacionales, ha ido ganando peso paulatinamente el impacto y consecuencias de la crisis sobre las principales variables y relaciones económicas. Así, se han analizado las consecuencias fiscales de la crisis desde una perspectiva global, sus efectos sobre los flujos brutos y netos de capital entre países, la financiación internacional y los flujos de comercio, el impacto diferencial de la crisis entre regiones, en particular entre áreas emergentes, y los determinantes del incremento del riesgo soberano y corporativo. Asimismo, se han abordado o continuado otras líneas de investigación paralela, tanto en el área de modelización como en la de la investigación empírica. Así, se han desarrollado modelos de interacción entre el mercado de la vivienda y la política monetaria, de crecimiento y convergencia de largo plazo, y del mercado de petróleo. En el ámbito empírico se han realizado aportaciones en la valoración de los regíme-

nes de inflación en países emergentes y en la relación entre riesgo y suspensiones de pagos selectivas.

Finalmente, por lo que respecta a las líneas de investigación sobre economía española, se ha considerado un amplio conjunto de temas relacionados con el ajuste del mercado residencial y la caracterización del ciclo inmobiliario (tanto en conexión con la actividad como con los ciclos de otros países), las características de las empresas exportadoras, el grado de la competencia de la economía, el análisis y los efectos macroeconómicos de la política fiscal, el dinamismo empresarial, el impacto del I+D, la inmigración y el mercado de trabajo y el sistema de pensiones.

4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA Y CONFERENCIAS

Las conexiones del Banco de España con la comunidad académica y con las unidades dedicadas al análisis y a la investigación económica en otros bancos centrales e instituciones internacionales se han mantenido a través de las cuatro vías tradicionales. En primer lugar, los trabajos de análisis y de investigación producidos por el Banco de España se han presentado y discutido en seminarios, congresos y conferencias académicas nacionales e internacionales y, por otra parte, se han sometido a publicación en los canales habituales de la profesión.

En segundo lugar, el Banco de España mantiene establecidas varias series de seminarios en los que participan miembros de la comunidad académica nacional e internacional; entre ellos, un seminario de investigación económica de frecuencia semanal. Por lo que respecta a reuniones científicas, en este año el Banco de España ha organizado —en solitario o junto con otras instituciones— diez conferencias internacionales, todas ellas en Madrid. Aparte de las ya mencionadas en el epígrafe 3.2, cabe destacar las siguientes: *Conferencia 10.º aniversario del Ingreso de España en la UEM «España en la UEM»* (27 de febrero), *Conferencia sobre estimación y validación de modelos dinámicos estocásticos de la economía española* (13 de marzo), *Seminario sobre la situación de la mujer en la economía* (COSME, 1-2 junio), *Conferencia sobre finanzas familiares y macroeconomía* (15-16 de octubre), *Séptimo encuentro sobre economías emergentes* (21-22 de septiembre), *Reforma de la supervisión y regulación financiera: vuelta a los orígenes* (15 de junio), *Seminario sistema bancario: retos de investigación* (28-29 de mayo), *Primera conferencia sobre financiación del comercio internacional*, *Primer seminario científico* y *Conferencia sobre política* del proyecto de investigación EFIGE (Empresas europeas en la economía global —*European firms in a global economy: internal policies for external competitiveness*—) (1-3 de junio). Además, se ha patrocinado la organización de sesiones en congresos académicos, tales como el de la Asociación Económica Europea (Barcelona, 23-27 de agosto) y el de LAMES-LACEA (Buenos Aires, 1-3 de octubre).

En tercer lugar, el Banco de España siguió contribuyendo a las redes de investigación organizadas dentro del Eurosistema para el análisis de la economía del área del euro, como la *Red de dinámica salarial*; y, en el ámbito latinoamericano, dentro del CEMLA.

Finalmente, existen programas regulares de visitantes y de asesores externos que potencian los proyectos que puedan considerarse estratégicos en distintas áreas de análisis y de investigación.

4.3 DIFUSIÓN Y COMUNICACIÓN

Como se ha mencionado anteriormente, las tres vías principales 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, y el *Boletín Económico* mensual, donde se publican, además de artículos regulares de coyuntura económica, resúmenes de trabajos realizados o avances de investigaciones en curso. Todas estas actividades se recogen en «El

	31.12.2009
ENTIDADES DE CRÉDITO	353
Bancos	65
Cajas de ahorros	46
Cooperativas de crédito	83
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	89
Establecimientos financieros de crédito	69
Entidades de dinero electrónico	1
OTRAS ENTIDADES	141
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	24
Establecimientos de cambio de moneda y transferencias	63
Sociedades de tasación	54
Total	494

Portal del Investigador», una sección del sitio web del Banco de España, cuyos contenidos se han extendido y ampliado a lo largo de 2009.

5 Supervisión y regulación bancaria

5.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

El Banco de España supervisa a 353 entidades de crédito

En el año 2009, con el objetivo de generar un mayor conocimiento público de su actividad supervisora, el Banco de España publicó el documento titulado *Modelo de Supervisión del Banco de España*², síntesis de los procesos que lleva a cabo para el cumplimiento de las obligaciones derivadas del artículo 7.º de la Ley 13/1994, de Autonomía del Banco de España, y que han sido actualizados como consecuencia del Nuevo Acuerdo de Capital (más conocido como Basilea II). Como queda reflejado en el citado documento, el Banco realiza un proceso de supervisión continuada sobre las 353 entidades de crédito (EC) del sistema, a las que hay que sumar 141 entidades de otro tipo (véase cuadro 7.1).

El objetivo fundamental del proceso supervisor del Banco de España es determinar y mantener actualizado el perfil de riesgo supervisor de cada entidad y tomar las medidas necesarias para corregirlo, si se considera necesario. Este proceso se basa en la obtención de un conocimiento actualizado de la evolución de cada entidad supervisada, incluyendo sus perspectivas de negocio y viabilidad futuras.

Para ello, la Dirección General de Supervisión cuenta con 21 grupos operativos de inspección y 8 grupos de apoyo o transversales, formados por inspectores, economistas-titulados, auditores informáticos, técnicos y personal administrativo³, con un jefe de grupo al frente de cada uno de ellos. Todo grupo operativo tiene asignadas unas determinadas EC, las cuales son objeto de un programa de actuaciones supervisoras que incluyen visitas de inspección, análisis a distancia y, en caso de requerirlo la dimensión y complejidad del grupo de entidades supervisado, seguimiento continuado in situ.

En 10 grupos de EC hay presencia permanente de equipos supervisores

Este es el caso de 10 grupos de EC españoles, en los que hay una presencia permanente de equipos supervisores, cuyas tareas se refuerzan con visitas de inspección específicas que pretenden evaluar áreas o aspectos concretos de la entidad supervisada. Este sistema es especialmente intenso en los dos grupos más complejos.

2. Disponible en la sección «Supervisión» del sitio web del Banco de España, www.bde.es. 3. El personal de la Dirección General de Supervisión estaba integrado, a 31 de diciembre de 2009, por 238 inspectores, 15 titulados, 41 auditores informáticos, 50 técnicos, 44 administrativos y 46 directores y otros responsables.

Durante 2009 la actividad supervisora ha estado influida, al igual que en el ejercicio anterior, por la crisis iniciada en el verano de 2007. En este contexto, las actuaciones se han encaminado al seguimiento cercano de la inversión crediticia, especialmente riesgos inmobiliarios, así como de la liquidez y de la capacidad de actuación de nuestras entidades en situaciones de estrés. Además, se está realizando un análisis profundo de los procesos de integración en marcha. Como consecuencia de esta actividad preferente y de las actuaciones ordinarias de supervisión continuada desarrolladas, en 2009 se llevaron a cabo 372 actuaciones inspectoras, alguna de ellas en curso a final del ejercicio.

Estas actuaciones incluyen visitas de inspección y también seguimientos especiales, que han abarcado, entre otros aspectos, verificaciones y análisis referidos a operaciones de saneamiento e integración, revisión de las carteras crediticias mediante análisis individualizado y por segmentación de las cualidades y atributos, planes de negocio, activos adjudicados, valoración de la cartera de participadas y de renta fija y otros relativos a recursos propios y liquidez. En esta cifra no se incluyen los seguimientos continuados in situ que se han realizado en los dos grandes grupos bancarios, de cuyo alcance da una idea el que sean desarrollados mediante la presencia permanente en ellos de más de 50 personas.

El 46% de los requerimientos dirigidos a entidades se refirió al riesgo de crédito

Se han dirigido a entidades supervisadas escritos que contenían 278 requerimientos relativos a materias tales como riesgo de crédito (incluyendo su contabilización y la necesidad de incrementar las coberturas como consecuencia de la concurrencia de debilidades en acreditados, pero también la conveniente mejora de los procesos de concesión, seguimiento, etc.), gestión y control interno (incluyendo actividades en los mercados de capitales), recursos propios y solvencia, y otras materias (como la transparencia con la clientela, las deficiencias en la información a la Central de Información de Riesgos, etc.). Como es habitual, el riesgo de crédito fue el principal capítulo objeto de recomendaciones, con 127 requerimientos, un 46% del total.

Se han revisado los primeros informes de autoevaluación de capital

En 2009 ha destacado por su novedad la recepción y revisión de los primeros informes de autoevaluación del capital (IAC), que permiten potenciar el análisis que en su labor cotidiana despliega el Banco de España al incluir información relevante sobre aspectos tales como el perfil de riesgos, los sistemas de gobierno, la gestión y control de riesgos, el objetivo de capital, la planificación de sus recursos propios, las estrategias de negocio, los programas de actuación futura, etc.

En relación con los procesos de validación de los modelos internos para el cálculo de los recursos propios regulatorios por riesgo de crédito, se ha realizado el seguimiento de las condiciones de aprobación y resultados de los modelos de los ocho grupos españoles de EC autorizados desde 2008 para utilizar, a efectos regulatorios, métodos basados en calificaciones internas (métodos IRB). Asimismo, mediante las oportunas autorizaciones, se han incorporado al uso de modelos IRB nuevas carteras para dichos grupos, de acuerdo con el plan de aplicación sucesiva presentado al Banco de España. Por primera vez, alguno de estos modelos se ha aprobado para filiales fuera del ámbito europeo —en concreto, en Latinoamérica—, fruto de una estrecha coordinación bilateral entre el Banco y la autoridad de supervisión bancaria mexicana (la Comisión Nacional Bancaria y de Valores), que también ha autorizado su uso regulatorio a nivel local.

En su calidad de supervisor consolidado de los dos grandes grupos bancarios españoles, el Banco de España ha organizado por primera vez las denominadas «reuniones sobre gestión de crisis», referidas a cada uno de dichos grupos, en las que han participado supervisores y bancos centrales de los principales países de acogida. Se trata de una iniciativa puesta en

marcha por el G 20 y el Consejo de Estabilidad Financiera, que deriva de la reciente crisis financiera internacional y cuyo objetivo es desarrollar adecuadas medidas preventivas para reducir la probabilidad y el impacto de una eventual crisis en una entidad relevante.

Se ha reforzado la colaboración a través de los colegios de supervisores

El Banco también ha continuado trabajando activamente en el ámbito de la cooperación supervisora internacional. Se ha mantenido y reforzado la colaboración fluida con los supervisores europeos, latinoamericanos y norteamericanos, a través de los «colegios de supervisores» de forma principal, pero no exclusiva. Se han celebrado en el Banco de España las reuniones relativas a los colegios de los dos grupos bancarios internacionales españoles y se ha participado, en calidad de supervisor de acogida, en cuatro reuniones de colegios de grupos bancarios con matriz extranjera.

Durante el año, se han firmado seis convenios de cooperación en cumplimiento de la obligación establecida en el artículo 131 de la *Directiva EC/48/2006*, que exige que las autoridades competentes responsables de la supervisión consolidada de una entidad de crédito dispongan de acuerdos escritos de coordinación y cooperación para facilitar una supervisión eficaz. Uno de estos convenios fue firmado en calidad de supervisor de origen y cinco en calidad de supervisor de acogida.

En el plano nacional, se ha firmado un nuevo convenio de cooperación con la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV).

El Banco de España sustituyó a los administradores de Caja Castilla-La Mancha (CCM)

El 29 de marzo de 2009, el Banco de España adoptó la medida cautelar de sustitución de los administradores de Caja Castilla-La Mancha (CCM). Esta fue la única medida cautelar especial en relación con las entidades supervisadas durante el ejercicio.

5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

En 2009 se abrieron nueve expedientes sancionadores a entidades y sociedades

Durante 2009 se abrieron nueve expedientes sancionadores a entidades de distinta naturaleza: una caja de ahorros, un establecimiento financiero de crédito, dos sociedades de tasación y tres establecimientos de cambio de moneda y gestión de transferencias con el exterior, además de dos sociedades, por el ejercicio de actividades reservadas a las entidades de crédito. También se iniciaron, para su tramitación de forma conjunta con los anteriores, 43 expedientes a administradores o directivos de las mismas. Estas cifras no representan una variación significativa respecto a años anteriores.

Por otra parte, durante el año 2009 se resolvieron un total de 12 expedientes a entidades supervisadas y 45 expedientes a miembros de sus órganos de administración y dirección o, en su caso, a titulares de participaciones significativas de entidades supervisadas. Con dichas resoluciones se impusieron 9 sanciones a entidades, 23 a administradores y 2 a titulares de participaciones significativas de una entidad supervisada, por la comisión de infracciones muy graves; 24 sanciones a entidades y 85 a administradores, por la comisión de infracciones graves; y, finalmente, 18 sanciones a entidades por la comisión de infracciones leves (el ordenamiento jurídico no prevé la imposición de sanciones a administradores por la comisión de infracciones tipificadas como leves). Asimismo, se impuso una sanción a una persona jurídica por realizar actividad de gestión de transferencias con el exterior sin haber obtenido la correspondiente autorización.

Por lo que se refiere a los sujetos pasivos de la actividad sancionadora del Banco de España, en los expedientes a los que se ha hecho mención resultaron sancionados cinco sociedades de tasación, seis establecimientos de cambio de moneda extranjera y gestión de transferencias con el exterior y una persona jurídica que realizaba esta última actividad sin haber obtenido la preceptiva autorización.

A ello hay que añadir que la actividad sancionadora del Banco de España se proyecta igualmente sobre el control de la adquisición de participaciones significativas de entidades supervisadas. Por ello se sancionó a una persona física y a una jurídica, al haber adquirido participaciones significativas de un establecimiento financiero de crédito sin haber obtenido la necesaria autorización.

Respecto de las sociedades de tasación y sus administradores, las infracciones analizadas en los expedientes resueltos pueden ser clasificadas en dos grupos. En primer lugar, resulta primordial que la actividad de valoración que estas realizan, consistente en la emisión de informes y certificados que puedan utilizarse en el mercado hipotecario, esté sujeta a control, en la medida en que constituye el eje de su actividad y la razón de su homologación por el Banco de España. De ahí que en los cinco expedientes resueltos de este tipo de sociedades se hayan impuesto sanciones por dos infracciones muy graves y tres por infracciones graves, por entender que en dichos informes y certificados se apreciaba de forma manifiesta una falta de veracidad en la valoración, y en particular la falta de concordancia con los datos y pruebas obtenidos en la actividad de valoración efectuada o un apartamiento de los principios establecidos por la normativa aplicable, respectivamente.

En segundo lugar, se han impuesto nueve sanciones por la comisión de infracciones leves, por el incumplimiento por la entidad expedientada de obligaciones específicas impuestas por la normativa aplicable, tales como la necesaria existencia de medios de control interno que garanticen la correcta elaboración de tasaciones y la independencia de la sociedad de tasación y sus profesionales, la cobertura suficiente de la responsabilidad civil derivada de la actividad de tasación, la debida remisión de datos a la autoridad supervisora o la exclusividad en su objeto social.

En cuanto a los establecimientos de cambio de moneda extranjera y gestión de transferencias, las infracciones analizadas en dichos expedientes pueden ser agrupadas en tres grandes epígrafes. En primer lugar, se incluyen las infracciones por incumplimiento de la normativa reguladora de su actividad y organización, materia en la que se apreció la existencia de una infracción muy grave, diez graves y seis leves. En segundo lugar, deben citarse las infracciones por el incumplimiento de la normativa que protege la adecuada capitalización de los establecimientos, su reflejo contable y la realización de auditorías de cuentas y las comunicaciones al Banco de España de información de naturaleza contable y de su actividad, aspectos en los que se apreció la existencia de tres infracciones muy graves, ocho graves y tres leves. Por último, un tercer grupo sería el de las infracciones por incumplimiento de las normas reguladoras de la relación con la clientela y el público en general, infracciones que se tipificaron como muy graves en dos casos, graves en otros dos y leve en uno.

Tanto en los expedientes tramitados a sociedades de tasación como en los de establecimientos de cambio, se apreció la responsabilidad en las infracciones graves y muy graves de las propias sociedades y de sus administradores y directivos.

Por lo que se refiere a las sanciones, dentro del abanico que ofrece la normativa sectorial, las sanciones impuestas se agrupan mayoritariamente en torno a las de naturaleza pecuniaria (45 a entidades, 104 a cargos de administración o dirección y 2 a titulares de participaciones significativas). No obstante, en determinados supuestos, y en función de la conducta de la entidad o cargo expedientado, se ha impuesto la sanción de amonestación pública (con publicación en el *Boletín Oficial del Estado*) o privada. Asimismo, vista la gravedad de los hechos imputados, se ha considerado necesario revocar en dos ocasiones la autorización concedida a otros tantos establecimientos de cambio de moneda extranjera, y en otra ocasión se ha

impuesto a una sociedad de tasación la sanción de pérdida de la homologación. Dichas máximas sanciones a la entidad han venido, por lo general, acompañadas, a su vez, por sanciones de inhabilitación a los cargos de administración o dirección que las dirigían.

Por otra parte, se tramitó y resolvió un expediente de revocación de la autorización concedida a un establecimiento de cambio de moneda extranjera, al haber renunciado a dicha autorización. Este tipo de expediente, que no constituye, propiamente, ejercicio de la potestad sancionadora del Banco de España, representa una modalidad de control sobre los sujetos supervisados, en la medida en que permite dar de baja en el sistema a entidades que, por las razones que el propio ordenamiento establece, hayan incurrido en causa de revocación de la autorización.

5.3 ACTIVIDAD REGULATORIA Y CAMBIOS NORMATIVOS

Se elaboraron tres circulares que afectan a las entidades supervisadas

Dentro de sus competencias de desarrollo y aplicación de la normativa de ordenación y disciplina de las entidades sujetas a su supervisión, el Banco de España ha elaborado durante 2009 tres circulares que mejoran y armonizan, por una parte, la información que deben rendir las sociedades de tasación y los establecimientos de cambio de moneda, y, por otra, la referida a los accionistas y altos cargos de todas las entidades supervisadas. Asimismo, se ha tenido una activa participación en la elaboración de normas de diferente rango en materias bancarias y financieras, mediante la emisión de los correspondientes informes. Con ese mismo objeto, también se ha participado activamente en comités y grupos de trabajo internacionales dedicados a la regulación bancaria, en particular en materia de solvencia y contabilidad, aunque también en el área de transparencia en las operaciones bancarias y protección a la clientela, y en el gobierno y gestión de las entidades financieras (gobierno corporativo y autogobierno).

Como una prolongación de esta función regulatoria, se ha continuado con la labor de interpretación y aplicación de la normativa que regula la actividad de las entidades, en particular de la normativa de solvencia y contable, mediante la resolución de las consultas planteadas por las entidades o por otros organismos reguladores; igualmente, se ha facilitado asesoramiento técnico interno y externo en materia regulatoria (mediante la participación en diversos grupos de trabajo, la organización de seminarios, etc.). También deben citarse en este ámbito las verificaciones que se llevan a cabo de las emisiones de participaciones preferentes y deudas subordinadas de los grupos de entidades de crédito, que durante 2009 han supuesto la resolución de casi 200 expedientes.

En cuanto al ejercicio de las competencias sobre transparencia y protección de la clientela bancaria, destacan la autorización, previa a su difusión, de los proyectos publicitarios de las entidades de crédito en los que se haga referencia a coste o rentabilidad, de los que se han examinado 6.376 expedientes durante 2009; la verificación y el registro de los folletos que recogen las tarifas de comisiones (precios de los servicios bancarios), con un total de 964 expedientes examinados, y la atención al Portal del Cliente Bancario, instrumento de orientación localizado en el sitio web del Banco de España, y que este año ha tenido un total de 2.673.764 visualizaciones, y ha generado la respuesta a más de 5.500 consultas.

Finalmente, no debe olvidarse la participación del Banco en los expedientes de creación de entidades supervisadas, o de modificación de sus estatutos, donde asesora al ministro de Economía y Hacienda con sus informes preceptivos, y la gestión de diversos registros, tanto públicos (como los de las entidades supervisadas y sus agentes) como reservados, entre los que destaca el de los altos cargos de entidades. De ellos, el más numeroso es el de agentes, cuyo número, a 31 de diciembre de 2009, ascendía a 22.053, de los que se han tramitado 22.554 solicitudes de altas, modificaciones y bajas.

Los cambios más relevantes producidos durante el año 2009 en las normas nacionales de ordenación y disciplina a las que quedan sometidas las entidades de crédito y otros intermediarios financieros sujetos a supervisión del Banco de España pueden clasificarse, en atención al objeto que las motiva, en los siguientes cuatro grupos:

- 1 Los que tienen por finalidad la mejora del régimen jurídico de las entidades de crédito. Entre estas normas se encuentran:
 - *Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. Esta Ley, entre otras muchas cuestiones, trata ciertos aspectos de las operaciones societarias de fusión y escisión en el caso de las cooperativas de crédito o entre entidades de crédito de distinta naturaleza.
 - *Ley 5/2009, de 29 de junio, para la reforma del régimen de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, en entidades de crédito y en entidades aseguradoras*. Esta Ley clarifica los procedimientos y criterios prudenciales aplicables en la evaluación cautelar de las adquisiciones e incrementos de participaciones significativas en el sector financiero.

En lo que se refiere en particular a las entidades de crédito, el desarrollo de esta Ley ha tenido lugar a través del Real Decreto 1817/2009, de 27 de noviembre, por el que se modifican el Real Decreto 1245/1995 y el Real Decreto 692/1996.

En junio se publicó el Real Decreto sobre el FROB

- 2 Los que pretenden reforzar la solvencia de las entidades de crédito y prevenir la materialización de procesos de reestructuración. Es el caso de:
 - *Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito*. Este Real Decreto Ley tiene como finalidad establecer la estrategia a la que, en caso de llegar a ser necesaria su adopción, deberán ceñirse los procesos de reestructuración bancaria, así como el *régimen* de una nueva institución creada a estos efectos, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).
- 3 Los que inciden en el marco operativo en el que las entidades de crédito y otros intermediarios financieros desarrollan su actividad. Entre estas normas se encuentran:
 - *Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago*. Esta Ley regula la prestación de servicios de pago en el ámbito comunitario, introduce una nueva categoría de proveedor de servicios de pago —las entidades de pago— y regula los derechos y obligaciones de los proveedores y usuarios de servicios de pago.
 - *Ley 26/2009, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010*. Esta Ley modifica la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, retocando el régimen jurídico de las garantías constituidas a favor del Banco de España, del Banco Central Europeo y de otros bancos centrales nacionales.
 - *Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario*.

cario y otras normas del sistema hipotecario y financiero. Este Real Decreto viene a sustituir de forma completa al *Real Decreto 685/1982* y culmina la actualización de los mecanismos de refinanciación de las entidades de crédito en el mercado hipotecario iniciada con la *Ley 41/2007*, que modificó la *Ley 2/1981*.

- *Orden EHA/3515/2009, de 29 de diciembre, por la que establecen las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro*. Esta orden eleva al 1‰ de la base de cálculo las aportaciones anuales de las cajas de ahorros a su Fondo.
- 4 El último grupo lo constituirían aquellas normas dedicadas a otras entidades financieras distintas de las entidades de crédito, sujetas a la supervisión del Banco de España. Es el caso de:
- *Orden EHA/1327/2009, de 26 de mayo, sobre normas especiales para la elaboración, documentación y presentación de la información contable de las sociedades de garantía recíproca*.

Entre las novedades normativas producidas en el marco regulatorio comunitario cabría destacar, a los efectos que aquí nos ocupan y siguiendo la estructura anterior, las siguientes:

- 1 Entre las que inciden en la solvencia de las entidades de crédito:
- *Dos directivas (2009/27/CE y 2009/83/CE) de la Comisión, que modifican determinados anexos técnicos de las directivas 2006/49/CE y 2006/48/CE, en materia de gestión de riesgos*.
 - *Directiva 2009/111/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis*.
- 2 Entre las que regulan el marco operativo de las entidades de crédito:
- *Directiva 2009/14/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009, por la que se modifica la Directiva 94/19/CE, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago*.
- 3 Entre las que afectan a entidades financieras sujetas a la supervisión del Banco de España:
- *Directiva 2009/110/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, que revisa ampliamente la Directiva de 2000, flexibilizando el régimen aplicable a dichas entidades*

5.3.2 Análisis de impacto
(coste-beneficio) de la regulación
financiera

El Banco de España siguió colaborando de forma activa con el CEBS en la implantación del análisis de impacto de la regulación financiera, en consonancia con la decisión de la Comisión Europea de extender este enfoque a todas las iniciativas regulatorias, y participó especialmen-

te en la revisión de las guías sobre híbridos y en las discusiones sobre fondos propios y el régimen de liquidez.

Además, el Banco de España contribuyó a impartir el seminario de formación sobre *Evaluación del impacto de la regulación financiera*, que coorganizó junto con la CNMV y el Ministerio de Economía y Hacienda en octubre. El seminario estaba dirigido a divulgar este enfoque entre los miembros de las instituciones reguladoras españolas en el ámbito financiero, especialmente entre aquellos funcionarios que pertenecen a grupos de trabajo de los comités de nivel 3 (véase epígrafe 3.1) y que requieren implementar este enfoque en su trabajo.

5.4 INFORMACIÓN FINANCIERA
Y PRUDENCIAL
5.4.1 Información financiera
y XBRL

El Banco de España, dentro de su política de implantar la recepción electrónica de toda la información financiera que le remiten las entidades supervisadas, ha extendido durante el año 2009 dicho procedimiento al envío de la documentación financiera (cuentas anuales, informes actuariales, informes de auditoría, etc.) de las entidades de crédito, que era la única información que todavía se recibía en papel. Las restantes entidades supervisadas también comenzarán a utilizar en el año 2010 este procedimiento de envío de la documentación financiera para los documentos correspondientes a diciembre de 2009.

Asimismo, como consecuencia de la implantación gradual del lenguaje XBRL para la transmisión de toda la información financiera al Banco de España, las sociedades de garantía recíproca comenzaron en 2009 a remitir en dicho lenguaje sus estados, coincidiendo con el envío, por primera vez, de los nuevos estados de solvencia y contables aprobados, respectivamente, por la Circular 5/2008, de 31 de octubre, y la Orden EHA/1327/2009, de 26 de mayo.

En diciembre de 2009 también se aprobaron los nuevos formatos de los estados financieros reservados de los establecimientos de cambio de moneda, que se tendrán que remitir en 2010 utilizando, por primera vez, el lenguaje XBRL, y se modificaron los estados contables de las sociedades de tasación, que se continuarán declarando, como hasta la fecha, en dicho lenguaje. Este lenguaje también se utilizará para enviar los nuevos estados con requerimientos estadísticos de la Unión Económica y Monetaria y las estadísticas de tipos de interés que fueron aprobadas por el Banco en enero de 2010.

El Banco de España ha participado activamente en el seno del CEBS en la elaboración de los nuevos estados contables con información prudencial (FINREP), que se aprobaron en diciembre de 2009 y que está previsto que entren en vigor en 2012. El CEBS asumió el compromiso de adaptar dichos formatos a los cambios anunciados por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) relativos al tratamiento contable de los instrumentos financieros y a las normas de presentación de la información financiera. El Banco también ha participado en los trabajos que inició en 2009 el CEBS con objeto de establecer unos formatos únicos en la Unión Europea para los estados de solvencia (COREP), que serán obligatorios desde los datos relativos a 31 de diciembre 2012. Igualmente, ha participado en el grupo de trabajo conjunto del BCE y del CEBS que elaboró un manual sobre la reconciliación entre los requerimientos estadísticos del BCE y la información financiera prudencial del CEBS (es decir, FINREP y COREP). Por último, a lo largo del año ha colaborado en el proceso de análisis abierto por el Banco de Pagos Internacionales para la reformulación de la información suministrada en las encuestas semestral y trienal de productos derivados.

5.5 CENTRAL DE INFORMACIÓN
DE RIESGOS

La Central de Información de Riesgos (CIR) contiene información individualizada de los riesgos de crédito que mantienen las entidades declarantes (fundamentalmente, las entidades de crédito) con su clientela. Esta información es utilizada por dichas entidades para la concesión y

seguimiento de sus riesgos, así como por el Banco de España, junto con la relativa a los estados financieros y de recursos propios, para su supervisión prudencial y demás funciones que tiene encomendadas por ley, manteniendo la confidencialidad de los datos individuales.

Se redujo ligeramente el número de titulares de la CIR, hasta 17,4 millones

En 2009 se ha reducido ligeramente el número de titulares distintos declarados a la CIR, 17,4 millones en diciembre (un 1,14% menos que un año antes), y el de riesgos declarados, 32,9 millones (un 2,9% menos), aunque ha crecido el importe acumulado de estos, situándose en 3,8 billones de euros en diciembre (un 2,7%).

La CIR remitió durante 2009 un total de 297,2 millones de informes automáticos a las entidades declarantes, lo que supone, por primera vez, un descenso respecto al año anterior (del 1,9%). También han disminuido (por segundo año consecutivo) las peticiones de informes para nuevas operaciones, que ascendieron en total a 5,2 millones (un 14,7% menos que en 2008). Por su parte, también disminuyeron las solicitudes de informes realizadas por los titulares de riesgos (aproximadamente, 112.000, un 16% menos), siendo el primer año en el que se invierte la tendencia de crecimiento que venían experimentando.

Por lo que se refiere al intercambio trimestral de datos con las centrales de riesgos gestionadas por otros seis bancos centrales de Estados miembros de la Unión Europea (Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Italia y Portugal), hasta septiembre de 2009 (última fecha para la que hay datos disponibles) la CIR recibió datos de los riesgos que 3.914 titulares jurídicos españoles (un 0,23% más que en idéntico período del año anterior) tenían registrados en las otras centrales de riesgos, por un importe de 233.243 millones de euros (un 2,18% menos). Por su parte, la CIR envió a dichas centrales la información de 1.831 personas jurídicas residentes en los otros seis países (un 0,7% menos), por un importe total de 45.569 millones de euros (un 27,75% menos).

Los titulares de la CIR pueden acceder a sus informes por Internet

Por último, cabe destacar que en 2009 se han realizado los trabajos necesarios para hacer posible el acceso de los titulares a sus informes de la CIR por vía telemática (Internet), para ajustarse a lo dispuesto en la Ley 11/2007, de 22 de junio, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos. Dicho servicio estará disponible en el primer semestre de 2010.

6 Funciones operativas

6.1 LA POLÍTICA MONETARIA Y LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

La instrumentación de la política monetaria en el área del euro se lleva a cabo de manera coordinada entre el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales: aquel toma las decisiones de política monetaria y estos realizan las operaciones de inyección o absorción de liquidez, así como la gestión de la inmovilización de los activos entregados como garantía por las entidades de crédito de su demarcación.

En junio se celebró la primera subasta de provisión de liquidez a un año

El volumen inyectado a través de las operaciones de política monetaria en el Eurosistema se mantuvo a lo largo de 2009 sustancialmente por encima de las necesidades de liquidez de las entidades de crédito, por lo que estas recurrieron a la facilidad de depósito para drenar dicho excedente. En junio se celebró la primera subasta de provisión de liquidez a un año, operación que tuvo continuidad en septiembre y diciembre, con una notable demanda por parte de las entidades, hasta el punto de convertirse en el plazo en el que se concentra la mayor parte de la liquidez inyectada por el Eurosistema.

Las entidades españolas apelaron al Eurosistema por encima de sus necesidades y entregaron fondos a otros bancos

En términos medios, las necesidades de liquidez en España crecieron en 2009 aproximadamente a la mitad de la velocidad a la que lo hicieron en el conjunto del área del euro: un 10,4%, frente a un 21,6%. Para su cobertura, las entidades españolas siguieron la senda ya iniciada en 2008, caracterizada por una mayor apelación a los fondos del Eurosistema, claramente por encima de sus necesidades, y una posición neta de entrega de fondos al resto del sistema

bancario europeo. Así, las entidades españolas obtuvieron 73.790 millones de euros en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, lo que supuso un incremento del 50,1% respecto a 2008. Sin embargo, esta variación se vio compensada en gran medida por el considerable incremento en la entrega de fondos vía TARGET al resto del sistema europeo, cifrada en 35.251 millones de euros. De forma agregada, por tanto, las necesidades de liquidez en España alcanzaron los 38.539 millones de euros en 2009, frente a los 34.913 millones de 2008.

Al igual que el resto de entidades bancarias, las españolas tendrán que modificar durante 2010 su actuación en relación con sus fuentes de financiación, en la medida en que la instrumentación monetaria del Eurosistema se vaya normalizando y, en particular, según vayan venciendo las operaciones a un año. No obstante, hay que resaltar que la financiación que estas entidades obtienen del Eurosistema supuso el 10,1% y el 12,5% de los volúmenes netos prestados en las operaciones de política monetaria en 2008 y en 2009, respectivamente. Ambas cifras se hallan en un entorno muy cercano al 11,9% que supone el peso de España en el conjunto del Eurosistema.

Adicionalmente a las adquisiciones de casi 3.500 millones de euros de bonos garantizados (*covered bonds*) incluidos en el programa del Eurosistema que se ha referido en el epígrafe 2, y con el objetivo de lograr una composición más rentable de su balance, durante 2009 el Banco de España gestionó una cartera de bonos de renta fija en euros cuyo saldo medio alcanzó en 2009 un importe de 82.540 millones de euros. Las tenencias de activos en moneda extranjera se situaron, en media, en 11.560 millones de dólares. En total, a 31 de diciembre de 2009, los activos gestionables en euros, divisas y oro alcanzaban los 102.088 millones de euros.

Por otro lado, a lo largo del año 2009 el Banco de España ha continuado realizando las operaciones de gestión de una parte de las reservas exteriores del Banco Central Europeo. En promedio, ha gestionado una cartera de 6.240 millones de dólares estadounidenses.

6.2 EL FUNCIONAMIENTO Y LA VIGILANCIA DE LOS SISTEMAS DE PAGO

TARGET 2-Banco de España
ha demostrado su solidez
y estabilidad

En lo relativo a los grandes pagos, cabe destacar, en primer lugar, la solidez y la estabilidad que ha demostrado el sistema una vez que ha transcurrido un año completo desde la entrada en funcionamiento de TARGET2-Banco de España, creado a partir del Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE).

En un año sin incidentes reseñables, en el nuevo componente español de TARGET2 se procesaron más de 9,3 millones de operaciones, lo que supone un descenso del orden del 13%, de cuantía equiparable a lo observado para TARGET2 en su conjunto. En términos de importes, en TARGET2-Banco de España se liquidaron operaciones por más de 98 billones de euros, lo que, en contra de lo observado para TARGET2 en su conjunto, representa un aumento de más del 5% con respecto a los importes del año anterior.

En el ámbito de los pagos al por menor, durante 2009 el Banco de España ha continuado con la labor de vigilancia del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), cuya gestión corresponde a Iberpay, una sociedad propiedad de los participantes en el sistema. El SNCE ha procesado casi 1.545 millones de operaciones, lo que supone una tasa de crecimiento del 2,3%, inferior a las tasas en torno al 5% o 6% de los últimos años. En términos de importes procesados, esas operaciones representan un valor cercano a 1,7 billones de euros, lo que supone un notable descenso (15%) respecto al año anterior.

El 14,3% de las transferencias realizadas en diciembre de 2009 se ajustó a los estándares SEPA, una cifra muy por encima de la media europea

La migración del sistema español de pagos minoristas a SEPA, la Zona Única de Pagos en Euros, registró un avance con la entrada en vigor de la *Ley 16/2009, de servicios de pago*, que transpone al ordenamiento jurídico nacional la *Directiva 2007/64/CE, sobre servicios de pago en el mercado interior*. Con la nueva Ley en vigor, las transferencias realizadas conforme a los nuevos estándares SEPA alcanzaron en diciembre un porcentaje de migración del 14,3%, cifra muy superior a la media observada para el conjunto de Europa. También se observan cifras muy satisfactorias en la transición a SEPA del número de cajeros y terminales de punto de venta. No obstante, se debe avanzar durante 2010 en la migración del parque de tarjetas a los estándares internacionales EMV, basados en la inclusión de un *chip* en la tarjeta y el uso de un *pin* para la autenticación del titular. El primer *Informe de situación sobre la transición a la SEPA en España*⁴, publicado en 2009, recoge amplia información sobre este particular.

Para facilitar el pleno acceso al/del resto de la Zona Única, el Banco de España continúa ofreciendo a las entidades interesadas la representación en la principal cámara paneuropea de pagos minoristas existente en la actualidad, facilitándoles la posibilidad de enviar y recibir pagos de cualquier lugar del espacio geográfico SEPA.

El Banco de España ha seguido ejerciendo su labor de vigilancia de los sistemas de pago, con el objetivo de contribuir a su seguridad y de lograr un funcionamiento eficiente. Para dar la máxima transparencia al ejercicio de esta actividad, se publicó la cuarta edición de la *Memoria anual de vigilancia*⁵, donde se recogen tanto los acontecimientos más destacados en los sistemas de pago nacionales como las actividades de vigilancia llevadas a cabo.

Los principales sistemas de pago sujetos a vigilancia son TARGET2 y el SNCE. Las labores de vigilancia de TARGET2 se realizan de forma coordinada con el resto de bancos centrales del Eurosistema y bajo la coordinación del BCE, mientras que la vigilancia del SNCE es realizada por el Banco de España de acuerdo con los criterios y políticas comunes definidos para todo el Eurosistema. Además del seguimiento de estos sistemas, en 2009 se ha realizado una evaluación de las redes españolas de tarjetas de pago conforme a los estándares de vigilancia definidos por el Eurosistema. Este ejercicio se está realizando de forma coordinada por todos los bancos centrales del Eurosistema y está prevista la publicación de las principales conclusiones generales del análisis a la finalización del mismo.

6.3 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

El Banco de España se responsabilizó de la fabricación de 1.050 millones de billetes de 20 y de 50 euros

El Banco de España, en cumplimiento de su función de emitir billetes en euros y garantizar la legitimidad y la calidad de los billetes en circulación, y en el marco de los acuerdos que existen en el Eurosistema para la producción de billetes, asumió la responsabilidad de fabricar 1.050 millones de billetes de las denominaciones de 20 y de 50 euros. Parte de estos billetes sirvió para atender la demanda interna, mientras que el resto se distribuyó a otros miembros del Eurosistema, según el programa y calendario acordado por el Consejo de Gobierno del BCE. De manera similar, el Banco de España recibió remesas de billetes de otros bancos centrales del Eurosistema, correspondientes a las denominaciones no producidas en España.

Durante 2009 las entidades de crédito ingresaron algo más de 2.900 millones de billetes en el Banco de España, lo que significó un incremento del 4% con respecto a la cifra del año anterior. Por su parte, el Banco entregó a las entidades de crédito 2.723 millones de billetes, lo que supuso un aumento anual del 6,1%. En consecuencia, los ingresos superaron a las retiradas, si bien esta circunstancia no se tradujo en una reducción del número de billetes en circulación,

4. El primer *Informe de situación sobre la transición a la SEPA en España* está disponible en el sitio web de SEPA en España, www.sepaesp.es. 5. Disponible en la sección «Publicaciones» del sitio web del Banco de España, www.bde.es.

debido a la entrada de billetes procedentes de otros países de la zona del euro, básicamente por los flujos turísticos. La diferencia negativa entre emisión y retirada de billetes, que se conoce técnicamente como emisión neta negativa, se centró en las denominaciones de 5, 10 y 20 euros.

El Banco siguió trabajando en colaboración con el sector privado para mejorar el sistema de custodia y distribución del efectivo en todo el país, intentando conjugar el objetivo de calidad y autenticidad de los billetes en circulación con la agilidad operativa y la reducción de costes. El Banco atendió todas las peticiones de entrega o retirada de billetes recibidas, sin que se observara ninguna incidencia significativa en las numerosas operaciones de transporte que tuvieron lugar en todo el territorio nacional.

El tratamiento de billetes está orientado a mejorar la calidad del efectivo en circulación

El Banco de España utiliza para su actividad de tratamiento de billetes, que engloba la identificación, el recuento, la verificación de la legitimidad y el control del estado de uso, un parque de máquinas selectoras de billetes de alta tecnología, con las que se trataron 2.600 millones de billetes en 2009, volumen muy similar al tratado el año anterior. De esta cifra, un 40% fue calificado como no apto para retornar a la circulación por su deteriorado estado y fue destruido y repuesto por billetes nuevos o por usados de alta calidad que satisficieran los estándares establecidos por el Eurosistema.

El proceso de aplicación de las normas del Eurosistema para el reciclaje de billetes por los profesionales privados del efectivo, contenidas en el *Marco europeo para el reciclaje de billetes en euros*, continuó durante todo el año 2009. A finales del ejercicio, más del 75% de los cajeros automáticos instalados en el territorio nacional dispensaba billetes que cumplían los requisitos establecidos, bien suministrados previamente por el Banco de España, bien seleccionados con maquinaria homologada por este. El objetivo es conseguir que, a 31 de diciembre de 2010, este porcentaje se eleve al 100%. La extensa red de cajeros automáticos y el importante uso que la población española hace del efectivo hacen que este proceso sea especialmente complejo. El Banco ha contado con la importante colaboración de las entidades bancarias, que, sin excepción, están realizando inversiones y dotándose de los medios adecuados para alcanzar los objetivos en el plazo marcado. Por otro lado, y también en el contexto del referido Marco, el Banco de España trabaja en la revisión de la maquinaria y de los procedimientos seguidos en los procesos de verificación de la autenticidad y el estado de uso de los billetes en los centros privados de tratamiento autorizados por el Banco.

Por lo que respecta a la moneda metálica, el Banco de España puso en circulación 972 millones de monedas y retiró 310 millones de piezas en 2009, en cumplimiento de la función que tiene encomendada por cuenta del Tesoro público.

6.4 LAS OPERACIONES DEL FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

De acuerdo con lo establecido en el *Real Decreto Ley 6/2008, de 10 de octubre*, el Banco de España lleva a cabo la instrumentación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), actuando como su agente y banco depositario a través del Servicio de Apoyo a los Planes Especiales del Tesoro.

Durante el ejercicio 2009 se celebraron la tercera y la cuarta subastas de adquisición de activos, la primera de ellas mediante la contratación de operaciones simultáneas, y la segunda, de compra de valores a vencimiento.

Como parte de sus tareas, el Banco también se ha encargado del mantenimiento de la cartera de valores constituida a favor del Fondo. Se engloban aquí la gestión de los flujos financieros que aquellos generan, la recuperación de las retenciones fiscales practicadas con motivo

del abono de los cupones periódicos, las operaciones de sustitución de los valores por otros que sean también «elegibles» y los ajustes por valoración de los activos que se originen como consecuencia de la evolución de los precios.

La instrumentación del Fondo también incluye la llevanza de la contabilidad de las operaciones y la formulación de sus cuentas anuales, así como la entrega de información detallada a la Comisión Ejecutiva del FFAF cada dos meses.

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 Nacional⁶. La *Ley de Autonomía* establece⁷ que el Banco de España deberá elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones y asistir al BCE en la recopilación de la información estadística necesaria para el cumplimiento de los cometidos del SEBC.

Las principales estadísticas que elabora el Banco de España, en el marco de la Ley de Autonomía, son las relativas a las instituciones y mercados financieros y a los tipos de interés. En el marco del Plan Estadístico Nacional se elaboran la *Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional*, las *Cuentas Financieras de la Economía Española*, la *Encuesta Financiera de las Familias* y la *Deuda Pública de acuerdo con el Protocolo de Déficit Excesivo* (PDE).

Una parte significativa de las estadísticas mencionadas coincide, en gran medida, con los requerimientos del SEBC y su elaboración se realiza utilizando la información que todas las unidades residentes están obligadas a proporcionar, de acuerdo con las correspondientes normas legales, si bien en determinados casos se utiliza la información de base que proporcionan otros organismos supervisores. Además, el Banco de España elabora, por medio de su Central de Balances, información sobre la situación patrimonial y los resultados de las sociedades no financieras, utilizando cuestionarios cumplimentados voluntariamente por las empresas colaboradoras y las cuentas anuales depositadas por las sociedades no financieras en los Registros Mercantiles. Todas estas estadísticas se difunden en el *Boletín Estadístico*, en publicaciones monográficas y en el sitio web del Banco de España.

La elaboración y la difusión de las estadísticas mencionadas no definen totalmente la función del Banco de España en esta materia, porque, además, el Banco utiliza las estadísticas elaboradas por el resto de las agencias y supervisores nacionales (INE, IGAE, ministerios, CNMV, DGSFP, etc.) y por los organismos internacionales como fuente de otro grupo de trabajos estadísticos que pone a disposición de los analistas del propio Banco y del público en general. Estas actividades se completan con la activa participación de representantes del Banco de España en los foros estadísticos internacionales (en el ámbito del SEBC, la Comisión Europea a través de Eurostat, el Comité Europeo de Centrales de Balances, FMI, BIS, 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 2009

Durante 2009 se han llevado a cabo la actualización y la difusión de las estadísticas y las correspondientes notas metodológicas y de novedades, con los niveles de calidad normalmente aceptados, y su difusión de acuerdo con el calendario que se mantiene actualizado en el sitio web del Banco de España. Además, se han acometido otros trabajos, de entre los que se destacan a continuación los más relevantes.

⁶. 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*. ⁷. Artículo 7.5 f).

7.1.1 Estadísticas monetarias y financieras

Los aspectos más destacables de los trabajos que han se llevado a cabo en el marco de las estadísticas monetarias y financieras son los siguientes:

Se han incorporado los nuevos requerimientos estadísticos del BCE

- Se han incorporado a la regulación de las entidades de crédito los nuevos requerimientos estadísticos del Banco Central Europeo, que se han plasmado en las circulares 1/2010 y 2/2010, ambas de 27 de enero, relativas a la información de sus estados financieros y a los tipos de interés aplicados a la clientela.
- Se han comenzado a recopilar y a difundir de forma conjunta por el SEBC nuevas estadísticas de fondos de inversión según los requerimientos del BCE.
- Coincidiendo con la publicación de las *Cuentas Financieras*, se ha ampliado el período 1980-1989 la serie histórica y se han comenzado a difundir nuevos cuadros que recogen el enlace entre el balance financiero al principio y al final del período, explicitando en cada rúbrica las operaciones financieras, las revalorizaciones y las otras variaciones en el volumen.
- Con motivo de la entrada en vigor de la nueva Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE 2009), se han revisado las estadísticas por actividades económicas del crédito, así como las relativas a producción, mercado de trabajo y precios, a medida que las fuentes de información han ido incorporando la nueva CNAE.

7.1.2 Estadísticas de Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional

Las principales novedades en este apartado son las siguientes:

- Se han comenzado a utilizar los datos del Registro de Inversiones para calcular la rúbrica de Inversión Directa de la *Posición de Inversión Internacional*, revisando la serie histórica de las inversiones españolas en el exterior desde 1992.
- Se ha comenzado a trabajar para adaptar el sistema de información sobre transacciones económicas con el exterior al *Reglamento 924/2009, sobre pagos transfronterizos*, así como al sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*, que ha publicado el Fondo Monetario Internacional en 2009.

7.1.3 Situación patrimonial y resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances

A lo largo del año han culminado los trabajos preparatorios de años anteriores para adaptar el sistema de información y las publicaciones de la Central de Balances al nuevo plan contable (*Plan General de Contabilidad de 2007*, PGC 2007) y a la nueva clasificación nacional de actividades económicas (CNAE 2009). En la parte final de esta adaptación se ha trabajado para enlazar la serie histórica evitando las rupturas que se producían por la introducción en el nuevo plan de diferentes conceptos y criterios de valoración (singularmente, la adopción del valor razonable). En cuanto a la CNAE 2009, se han comenzado a difundir nuevos cuadros que utilizan la nueva clasificación, lo que ha exigido asignar el nuevo sector de actividad a las más de 500.000 empresas de las diferentes bases de datos que se mantienen.

7.2 TRABAJOS RELACIONADOS CON LA RECOGIDA, GESTIÓN Y DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN ESTADÍSTICA

Además de mejorar la infraestructura de recopilación, intercambio y acceso de la información estadística, en parte como consecuencia de los trabajos relacionados en los apartados anteriores, se ha trabajado en la mejora del procedimiento de difusión de datos a través del sitio web, con la instalación de un sistema de «Búsqueda de Información Estadística» (Biest), cuyo funcionamiento se potenciará a lo largo de los próximos años, y se ha continuado el proceso para facilitar nuevos formularios electrónicos de declaración de transacciones con el exterior.

8 Servicio de Reclamaciones

Los escritos de reclamación recibidos aumentaron un 84%

La nota más destacada para el Servicio de Reclamaciones en este ejercicio ha sido el gran incremento en el volumen de la actividad desarrollada en el cumplimiento de su labor de atención de consultas y reclamaciones de los usuarios de productos y servicios financieros ofrecidos por las entidades sometidas a la supervisión del Banco de España. Los escritos de reclamación se han visto incrementados en un 84%, mientras que las consultas recibidas a través de la oficina virtual lo han hecho en un 19%, y las atendidas por el centro de atención telefónica, en un 52%.

Este fuerte incremento en el número de escritos recibidos en el Servicio ha hecho necesaria una revisión y mejora de la metodología y organización del trabajo, con implantación de modelos estandarizados de presentación de reclamaciones y recepción de alegaciones de las entidades reclamadas, que han permitido incrementar la agilidad del tratamiento de las reclamaciones para su posterior estudio y resolución. Unido a otros factores, esto ha hecho posible absorber el aumento del número de escritos de reclamación presentados mediante la emisión de 4.666 informes motivados, un 96% más que en el ejercicio precedente.

La oficina virtual del Servicio de Reclamaciones, en funcionamiento desde el mes de abril del pasado ejercicio, ha sido objeto de una creciente utilización por parte de los ciudadanos para la presentación tanto de consultas como de reclamaciones. Son también cada vez más las entidades que se han adherido al sistema de comunicación telemática, facilitando con ello la rapidez de las respuestas.

Como consecuencia de la reestructuración organizativa necesaria para hacer frente al incremento en el número de reclamaciones, se han sustituido los informes trimestrales que venían elaborándose desde el ejercicio de 2006 por un informe semestral de actividad, manteniéndose la *Memoria Anual* del Servicio con la misma estructura y contenidos.

En el ámbito de proyección exterior del Servicio, en el entorno europeo destaca la participación en las dos reuniones anuales de FINNET, Red Europea de Resolución Extrajudicial de Conflictos Transfronterizos, de la que España es miembro fundador.

9 Comunicación externa

9.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

Como organismo público, el Banco de España comparte el deber de rendir cuentas de sus actuaciones ante la opinión pública, aunque en su caso esta obligación se ha de conjugar con la obligada discreción con la que debe desarrollar su labor como supervisor del sistema financiero. Al definir su política de comunicación, el Banco de España tiene un doble objetivo: difundir el conocimiento sobre las funciones y actuaciones de la institución y contribuir a garantizar la confianza de los ciudadanos en el sistema financiero. En definitiva, la comunicación externa es para el Banco de España un elemento necesario para el cumplimiento de las funciones que le confieren su *Ley de Autonomía* y la pertenencia al SEBC.

La relación del Banco de España con los medios de comunicación está orientada a mejorar el conocimiento de los profesionales de la información sobre el funcionamiento de la institución y del sistema financiero en general, pues ellos constituyen un eslabón clave en el mecanismo de transmisión de los mensajes a los ciudadanos. Con este objetivo, en 2004 el Banco de España inició un programa de formación para periodistas, en el que se han tratado desde entonces, entre otros, temas relacionados con la regulación financiera, las funciones del Banco, la supervisión o las estadísticas elaboradas por el Banco de España. Dentro de este plan, en 2009 el Banco colaboró con el BCE en la organización de un seminario específico para medios de comunicación, en el que se abordaron aspectos como la organización y las funciones del BCE, la política monetaria y la evolución económica de la zona del euro. Además, con el objetivo de dar difusión al trabajo de los distintos departamentos del Banco, se organizaron

encuentros informativos para presentar los resultados de la *Memoria de Deuda Pública*, en mayo, o de la Central de Balances, en diciembre.

Además de estos encuentros regulares, cabe destacar la cobertura mediática de los actos organizados en los primeros meses de 2009 para conmemorar el décimo aniversario de la UEM (véase epígrafe 9.2.3). Con motivo de este aniversario, también tuvo lugar una sesión gráfica en las instalaciones de la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre, en la que los medios audiovisuales pudieron conocer de primera mano el proceso de fabricación de los billetes y las monedas. Por otra parte, la ceremonia de entrega del premio Bernácer, en junio, contó también con un notable seguimiento por parte de los medios.

En consonancia con la tendencia registrada el año anterior, el interés informativo se ha focalizado en las consecuencias de la crisis sobre el sistema financiero nacional, lo que se ha traducido en un elevado número de demandas de entrevista por parte de los medios de comunicación. En conjunto, diversos representantes del Banco han concedido alrededor de una veintena de entrevistas. Una parte de las entrevistas realizadas en 2009 se enmarcó dentro del plan de comunicación a través de la red de sucursales del Banco, cuyo objetivo es dar a conocer las actividades del Banco de España entre los medios locales y regionales.

No obstante, como en ejercicios anteriores, la principal vía de comunicación de los puntos de vista del Banco respecto a la situación económica y al sistema financiero fueron sus publicaciones periódicas —como el *Informe Anual*, el *Boletín Económico* y el *Informe de Estabilidad Financiera*— y las intervenciones públicas de sus directivos. Además de las comparecencias periódicas del gobernador ante el Congreso (en junio para presentar el *Informe Anual*, y ante las comisiones de Presupuestos de Congreso y Senado en octubre), el gobernador compareció en tres ocasiones más ante el Congreso: una en febrero, para explicar el Fondo de Adquisición de Activos Financieros de las entidades de crédito aprobado por el Gobierno; y dos más en abril: la primera, para dar cuenta de la actuación del Banco en Caja Castilla-La Mancha y, la segunda, ante la Comisión no permanente del Pacto de Toledo, para exponer la visión del Banco de España sobre la reforma del sistema de pensiones. Además de estas comparecencias, los miembros de los órganos de gobierno del Banco participaron en más de 40 foros nacionales e internacionales.

9.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

9.2.1 La información al ciudadano

El sitio web fue remodelado totalmente y el número de visitantes aumentó un 16,7%

El sitio web del Banco de España constituye el canal de comunicación directo más importante, por su eficiencia y coste, para cumplir el objetivo de que la información que genera se canalice de manera rápida y fiable a los ciudadanos y a públicos especializados.

Las estadísticas de acceso muestran la importancia del canal, ya que el número de visitantes ascendió a 2,4 millones en el año 2009, lo que supone un aumento del 16,7 % respecto del año anterior. En cuanto a las páginas visitadas por los usuarios, estas superaron los 23 millones, un 6% más que las consultadas en el ejercicio precedente.

En junio de 2009, el Banco de España concluyó con éxito la remodelación total de su diseño, arquitectura, usabilidad y accesibilidad, que ha permitido adaptar este canal a las demandas de su público objetivo y normalizar su lenguaje mediante la aplicación de un manual de estilo.

El sitio web consta ahora de 2.000 páginas y 20.000 ficheros, aproximadamente, habiéndose avanzado en el proceso de traducción de los contenidos institucionales a las lenguas cooficiales de las Comunidades Autónomas para facilitar a los ciudadanos la navegación en catalán,

gallego, valenciano y vasco, así como en el proyecto de traducción al inglés para satisfacer la demanda de información de los usuarios internacionales.

Además del sitio web, el Banco de España pone a disposición de los usuarios diversos portales informativos o educativos, cuyo objeto es cubrir las necesidades específicas de información o formación de determinados segmentos de población. Entre ellos, destaca el Portal del Cliente Bancario, visitado por más de 500.000 usuarios, cuyos accesos crecieron un 5% —hasta 2,7 millones— en el año 2009.

Durante 2009 se ha desarrollado también la Oficina Virtual del Banco de España, la sede electrónica que desde enero de 2010 permite a los ciudadanos, empresas, instituciones financieras y Administraciones Públicas realizar trámites y consultas telemáticas en el Banco de España (véase epígrafe 10.4).

Para aquellos ciudadanos que visitan la sede principal y las sucursales del Banco, se han instalado en los respectivos patios de operaciones terminales informativos que les permiten acceder a los sitios en Internet del Banco de España y del BCE, así como consultar diversas informaciones relativas a los servicios que se prestan.

El Banco atendió en total 59.700 consultas de ciudadanos y empresas, y distribuyó 56.200 unidades de material divulgativo propio

En el año 2009, el Banco de España atendió, desde diversos puntos de información especializada, 59.700 solicitudes de empresas y ciudadanos. Por volumen, destacan las 43.400 consultas al Servicio de Reclamaciones sobre diversos aspectos de la relación de los ciudadanos con las entidades bancarias. Por su parte, el Portal del Cliente Bancario atendió 5.500 solicitudes y el Servicio de Información Estadística respondió cerca de 11.600 requerimientos de información, siendo los más habituales los relativos a tipos de interés y a tipos de cambio.

En línea con la vocación que el Banco de España tiene de acercarse a los diversos colectivos sociales, el pasado año se distribuyeron 56.200 unidades de materiales de carácter divulgativo, así como 15.000 unidades de productos informativos y educativos del Eurosistema y de la Comisión Europea, tanto por envío postal como en las visitas que se han recibido de diversos colectivos y en las jornadas y conferencias que celebra el Banco. Además, los ciudadanos han realizado aproximadamente 5.000 descargas del diverso material formativo (folletos, presentaciones y vídeos educativos) que se ofrece desde el sitio web.

El Banco, en línea con su compromiso de informar al ciudadano en lenguas cooficiales, sigue una política de multilingüismo en aquellos materiales que, destinándose a un colectivo de ciudadanos residentes en Comunidades Autónomas con lenguas cooficiales, requieren una traducción a las mismas, y participa activamente en la traducción a estas lenguas de los materiales destinados al ciudadano producidos por el Eurosistema.

El Banco de España, en su compromiso por comunicarse adecuadamente con los ciudadanos y otros segmentos de la sociedad, vela por la integridad de sus signos de identidad, para que los diversos soportes de comunicación transmitan una imagen única, fiable y coherente con las funciones que desempeña.

9.2.2 Iniciativas educativas

Ha continuado el desarrollo del Plan de Educación Financiera, junto con la CNMV

El Plan de Educación Financiera, proyecto impulsado con la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) para mejorar la cultura financiera de la población, cuyo desarrollo se extenderá hasta 2012, tuvo un importante hito en 2009: la firma del convenio de colaboración con el Ministerio de Educación. Este convenio permitirá acercar los conceptos básicos del ahorro y la planificación de las finanzas personales a los estudiantes de Secundaria. Ya el próximo

curso (2010-2011), se llevará a cabo una experiencia piloto en una treintena de centros, dirigida a los alumnos de 3.º de la ESO (Enseñanza Secundaria Obligatoria).

Durante este año, además, se trabajó en la preparación del portal finanzasparatodos.es, que está accesible al público desde mayo de 2010 y ofrece información financiera práctica a la población general, según su perfil socioeconómico y sus necesidades económicas. El objetivo es situar finanzasparatodos.es como el portal de referencia en educación financiera.

Durante su cuarto año de vida, el Aula Virtual, el portal educativo para jóvenes que fomenta el conocimiento del Banco de España y difunde su misión como garante de la estabilidad de precios, de pagos y del sistema financiero, se ha consolidado como una herramienta de aprendizaje para la comunidad educativa, tal y como muestran las 290.000 páginas consultadas por 75.000 visitantes durante el año 2009.

214 centros participaron en el 3.º Concurso Escolar del Banco de España

El Concurso Escolar del Banco de España para estudiantes de Bachillerato y Formación Profesional de Grado Medio constituye un instrumento educativo que fomenta el espíritu emprendedor de los alumnos y ha despertado interés entre los centros escolares desde su primera edición. En la tercera edición, celebrada durante el curso 2008-2009, han participado 1.716 estudiantes de 214 centros, una cifra similar a la del año anterior, en el que compitieron 1.799 alumnos en 228 equipos.

En esta tercera edición del Concurso Escolar, dedicada al décimo aniversario del euro, los 214 equipos participantes, procedentes de centros públicos concertados y privados de toda la geografía española, afrontaron una primera prueba general de carácter eliminatorio y una segunda consistente en una contribución escrita basada en el tema «El euro: un símbolo de la integración europea». Resultó ganador del certamen el Instituto de Enseñanza Secundaria Josep Maria Cuadrado, de Ciutadella (Menorca), que recibió el diploma y el premio (ocho ordenadores portátiles) en la sucursal del Banco de España en Palma, en un acto presidido por el director de la misma y por la consejera de Educación y Cultura del Gobierno Balear.

Al igual que en las ediciones anteriores, el Banco de España, consciente de la importancia que tienen las lenguas cooficiales como lenguas vehiculares de la enseñanza, ha realizado una edición bilingüe de la contribución del equipo ganador.

La Caja Fuerte, un juego pensado para los alumnos de Primaria

El Banco de España ha creado *La Caja Fuerte*, un juego pensado para su uso en las aulas del último ciclo de Primaria. El objetivo es fomentar conocimientos básicos sobre el euro, el Banco de España y el BCE, a través de un juego en el que los alumnos y el profesor representan a diferentes agentes de la economía real y financiera. Los equipos de alumnos se enfrentan a situaciones, preguntas y problemas que deben solventar con la ayuda de fichas de apoyo, que pueden adquirirse a otros equipos en una suerte de mercado informativo. Cada pregunta se resuelve con una transacción con billetes en euros, por lo que el juego se acompaña de planchas de billetes que permiten a los alumnos manipularlos e identificar las características y elementos de seguridad de los mismos.

El Banco de España ha distribuido a los colegios el juego en el primer trimestre del año escolar, para su uso en el curso 2009-2010. Como complemento del juego, se ha creado *El Rincón Educativo*, una sección en el Aula Virtual del sitio del Banco de España en Internet que ha permitido a los profesores de Primaria solicitar el envío del juego, descargar material pedagógico de apoyo y disponer de actividades complementarias para que desarrollen los alumnos en clase o en casa.

El Banco de España dispone, tanto en su sede como en la red de sucursales, de un programa de visitas institucionales destinado al mundo educativo, que en el año 2009 superó los 2.500 visitantes.

9.2.3 Relaciones institucionales con el Banco Central Europeo

Durante 2009, el Banco de España llevó a cabo actividades de comunicación en el marco de su pertenencia al SEBC. Además de contribuir a la definición y puesta en práctica de la estrategia de comunicación del Eurosistema mediante su participación en el Comité de Comunicación del Eurosistema y del SEBC y la difusión por Internet de las notas y comunicados del BCE, el Departamento de Comunicación ha desarrollado diversas iniciativas que se enmarcan dentro del Plan de Comunicación del Eurosistema, entre las que destacan la actualización de materiales informativos, en particular los relativos a los billetes euro, y la preparación de material educativo interactivo y de un concurso sobre la estabilidad de precios destinado a estudiantes de Bachillerato.

Varios actos conmemoraron el décimo aniversario del euro

El Banco de España ha celebrado una serie de actos para conmemorar el décimo aniversario del euro en 2009. Además de la Conferencia Internacional, celebrada el 27 de febrero, que se centró en la presencia de España en la UEM, el Banco inauguró la exposición *Diez años del euro en España*. Visitada por 14.150 personas, la muestra explicaba la evolución de la economía española en ese período y diferentes aspectos de la política monetaria común. Asimismo, la sede del Banco de España en Barcelona alojó la exposición preparada por el BCE que, con motivo de este aniversario, ha recorrido diversos países del Eurosistema. La exposición, cuyo contenido se presentaba en castellano y catalán, daba a conocer las características de los billetes y monedas en euros, el proceso de fabricación y sus elementos de seguridad, así como un «rincón» para niños con juegos interactivos. La muestra fue visitada por 11.000 ciudadanos, incluyendo las visitas organizadas de centros escolares. Al igual que otros bancos centrales del Eurosistema, el Banco de España solicitó a la Sociedad Estatal Correos y Telégrafos la creación de un sello conmemorativo, que se emitió en junio de 2009. El sello, con un valor facial de 1 euro, representa el reverso de la moneda conmemorativa de 2 euros, acuñada para celebrar la primera década del euro.

10 Organización y administración interna

10.1 RECURSOS HUMANOS Y ORGANIZACIÓN

La plantilla total se mantuvo estable, con 2.724 personas

La plantilla total del Banco de España, a 31 de diciembre de 2009, ascendía a 2.724 personas, manteniéndose en niveles similares desde 2006, aunque ha evolucionado hacia una mayor cualificación: el grupo de empleados con mayor formación académica representaba un 59% del total a finales de 2009, frente a un 54% en 2005.

Este año se han convocado 13 procesos de selección internos y 7 procesos de selección externos, con la novedad de haber puesto en marcha un Programa de Acogida para nuevos incorporados, en el que intervienen todos los departamentos del Banco. También se ha intensificado la colaboración con las universidades firmando nuevos convenios de cooperación educativa, con el objeto de contribuir a la formación práctica de más alumnos.

De acuerdo con el proyecto de movilidad, 205 empleados (un 8% de la plantilla fija) ha cambiado de destino, ha promocionado a otro puesto o ambas cosas. Por otra parte, y en relación con la movilidad internacional, 21 empleados disfrutaron de estancias temporales en otros bancos centrales u organismos Internacionales y 34 de excedencias especiales por haber sido contratados en los mismos.

La presencia femenina sigue aumentando, alcanzando un 38% de la plantilla

En cuanto a los datos sobre igualdad, vuelve a reflejarse en la plantilla un crecimiento de la presencia femenina, tanto en términos generales, con un 38% del total, como en los puestos directivos, donde se sitúa en torno al 37%. Estos datos corroboran lo anunciado en los

últimos ejercicios en cuanto a las expectativas favorables en materia de equilibrio por género.

Dentro de las facilidades establecidas para la conciliación de la vida laboral y familiar, se viene incrementando el número de empleados que se benefician de reducciones de jornada, pasando de un 0,4% de los empleados en 2005 a un 3,2% en 2009.

En el ámbito de la formación interna, han continuado los programas desarrollados en años anteriores, y se ha complementado el catálogo de acciones formativas con nuevas actividades a lo largo del año, aprovechando sinergias entre los distintos departamentos.

Respecto a las ratios de formación, se han impartido 141.228 horas totales de formación, lo que representa una media de 52 horas de formación por empleado, en alza respecto al año anterior. El número de participaciones en acciones formativas ha sido de 5.728. Por otro lado, ha experimentado un importante crecimiento la participación de empleados de otros bancos centrales en acciones formativas ofertadas por el Banco de España al SEBC y a otras entidades, llegando este año a 172 participantes.

Con el objetivo de potenciar la formación en el Banco de España, durante este ejercicio se ha llevado a cabo un exhaustivo análisis de necesidades con los interlocutores designados por los departamentos, que se concretará en un Plan de Formación a tres años (2010-2012), incluyendo formación transversal y técnica. Respecto a la logística, se ha lanzado una nueva aplicación informática que facilita la publicidad de las acciones que se van a realizar internamente y la inscripción de los empleados en las mismas.

De otra parte, y en cuanto a las relaciones laborales, la actividad se ha centrado en la implementación de los compromisos asumidos en el último convenio suscrito, con vigencia para el período 2008-2010.

10.2 ADQUISICIONES Y SERVICIOS GENERALES

Por acuerdo de la Comisión Ejecutiva de fecha 17 de julio de 2009, se creó el Departamento de Adquisiciones y Servicios Generales, que asumió las funciones hasta entonces realizadas por el Servicio Centralizado de Contratación y parte de las funciones del antiguo Departamento de Administración e Inmuebles.

Esta reorganización ha traído consigo una centralización de funciones —como la gestión centralizada de las licitaciones de importe superior a 50.000 euros—, con el objetivo de mejorar los servicios generales del Banco de España.

Cabe destacar el importante esfuerzo acometido en el análisis y coordinación de los procesos de licitación, potenciando para ello las buenas prácticas de contratación, bajo los principios de competencia, igualdad de trato, no discriminación, reconocimiento mutuo, proporcionalidad, transparencia y publicidad recogidos en la *Circular Interna 3/2007, de reglas públicas de contratación del Banco de España*.

Se ha seguido avanzando en la publicidad de los procedimientos de contratación de obras, bienes y servicios en el *Diario Oficial de la Unión Europea*, en prensa nacional y en el sitio web del Banco de España. El número de consultas sobre las licitaciones por correo electrónico se ha quintuplicado.

El Banco de España participó activamente en los trabajos de la Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema. Durante el ejercicio 2009, lideró un grupo de trabajo y partici-

pó en otros tres, definiéndose dos nuevas series de buenas prácticas en materia de contratación.

Consciente de la importancia de las adquisiciones de carácter supranacional, la Comisión Ejecutiva del Banco de España, en su sesión del día 3 de noviembre de 2009, autorizó la participación en determinadas licitaciones conjuntas.

10.3 MANTENIMIENTO Y OBRAS

A lo largo de 2009 ha continuado el programa de renovación de instalaciones y adecuación y mantenimiento de los inmuebles del Banco, tanto en los servicios centrales como en sucursales y residencias.

Se han concluido los trabajos de acondicionamiento del edificio de Cibeles

En el complejo Cibeles, con la finalización de la última fase de restauración de las cubiertas y de las fachadas interiores, se han concluido los trabajos de acondicionamiento de la envolvente del edificio tradicional, que se verá realizada una vez finalice, en 2010, la iluminación ornamental de la fachada exterior.

Además, ha continuado la reforma y modernización de espacios de oficinas, facilitando así la renovación de instalaciones y reorganización de usos, y se han seguido desarrollando las sucesivas fases del Plan de Integración Eléctrica, que se prolongará durante varios años por la necesidad técnica de escalonar actuaciones, potenciando la seguridad, fiabilidad y calidad del suministro eléctrico.

La seguridad del complejo ha mejorado con la instalación de barreras físicas e identificación de vehículos en los accesos al mismo.

En Alcalá, 522, se ha realizado la sustitución total del cableado estructural de voz y datos, con una considerable mejora de las prestaciones de calidad, capacidad y velocidad de la red.

En la red de sucursales, han continuado la renovación de instalaciones electromecánicas y la actualización y ampliación de los sistemas de protección contra incendios de detección y extinción automática, que concluirá en 2010, una vez se terminen de ejecutar las instalaciones contratadas. De igual forma, se ha completado la eliminación de las barreras arquitectónicas en los accesos de público a los patios de operaciones.

El aumento de equipos de tratamiento de efectivo en sucursales ha dado lugar a la ampliación y ejecución de nuevas salas de tratamiento en Málaga, Bilbao y Zaragoza, y se espera finalizar los trabajos a lo largo de 2010.

10.4 GESTIÓN DOCUMENTAL CORPORATIVA

En 2009 continuó desarrollándose el proyecto de «Extensión Funcional de la Gestión Documental Corporativa del Banco de España», proyecto marco a partir del cual el Banco de España está realizando la definición y adaptación de sus procesos y servicios para posibilitar su prestación electrónica a los ciudadanos.

Se ha iniciado la ejecución de la Oficina Virtual del Banco de España

Asimismo, en este ejercicio se ha iniciado la ejecución del modelo de Administración Electrónica diseñado para el Banco, con la creación de su primer escalón, la sede electrónica, que fue aprobada en acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 23 de diciembre y entró en funcionamiento el 1 de enero de 2010. A lo largo del año se trabajó intensamente en la definición, desarrollo normativo y puesta en funcionamiento de dicha sede, denominada «Oficina Virtual».

La Oficina Virtual del Banco de España es la dirección electrónica disponible para todos los usuarios que deseen relacionarse con el Banco a través de medios electrónicos. Es un nuevo

servicio a disposición de los ciudadanos, la puerta de entrada que aspira a centralizar sus comunicaciones electrónicas y a impulsar el incremento de la vía de comunicación electrónica para acceder a los servicios que presta el Banco.

En la Oficina Virtual está publicado el catálogo de procesos y servicios susceptibles de ser prestados electrónicamente, que se irá completando progresivamente, así como la correspondiente información disponible en dicha oficina.

10.5 SISTEMAS DE INFORMACIÓN Y PROCESOS

La intensa actividad en Sistemas de Información y Procesos durante 2009 se ha reflejado en la gestión de 81 proyectos, con 2.139 peticiones recibidas de los departamentos usuarios y 2.111 resueltas.

Por su importancia y visibilidad, resalta la participación en los proyectos del Eurosistema, entre los que destacan: TARGET2-*Securities* (T2S), Plataforma de operaciones de mercado (MOP) y Gestión de los activos de garantía por los bancos centrales (CCBM2).

Los programas de reordenación de sistemas aplicativos de usuario han continuado a lo largo de 2009, destacando entre estos:

- La reordenación de la Central de Balances (nueva plataforma tecnológica para el tratamiento del sector no financiero de la economía española que potencia el canal de comunicación por Internet y los sistemas analíticos de elaboración de estudios) llegó a su ajuste final en 2009. Están previstas para 2010 la adaptación a los últimos cambios regulatorios y estadísticos y la extensión de su uso tanto a nivel interno como externo.
- La implantación del Plan Estratégico para la Dirección General de Supervisión [aplicaciones de campo de uso in situ en las entidades y pleno desarrollo del Sistema Integrado de Gestión de la Actividad Supervisora (SIGAS), que permite el establecimiento de un marco común de trabajo para toda la Dirección General] se encuentra ya en sus últimas etapas, a falta solamente de la integración de algunas de las aplicaciones de campo y las fases finales del SIGAS.
- Se ha implantado el sistema GDJ (Gestión integrada del Departamento Jurídico), dotando al mismo de las herramientas necesarias para la gestión y seguimiento de principio a fin de los expedientes objeto de su actividad.

En lo que respecta a la gestión interna del Banco, durante 2009 se ha continuado con la actualización y ampliación de los sistemas informáticos que aumentan la eficiencia de la gestión. En marzo de 2009 se implantó con éxito la nueva aplicación de Contabilidad (CTA), que ha proporcionado al Departamento de Intervención General una herramienta de gestión flexible y moderna, que facilita su operativa de trabajo, potenciando los mecanismos de consulta y selección (véase epígrafe 10.6). Asimismo, en este período se han ultimado los trabajos de desarrollo de un nuevo Sistema de Control Presupuestario, mediante el cual se facilitará la operativa de introducción y tramitación de los datos presupuestarios, proporcionando mecanismos de control a las unidades gestoras del presupuesto.

Se ha desarrollado también la aplicación de Gestión Documental Corporativa para la documentación generada por comités y grupos de trabajo internacionales.

En cuanto a las infraestructuras, las actuaciones más destacables son:

- Notable mejora de la red de datos que conecta nuestras sucursales, dotándolas de mayor velocidad, y renovación de parte del equipamiento de las redes internas de los edificios de Madrid.
- Finalización del proyecto de mejora de la conectividad Internet general del Banco, para mejorar su redundancia.
- Instalación de 327 nuevos puestos de trabajo y renovación de 941, continuando la migración a Office 2007.
- Aumento de un 15 % de la capacidad de proceso de los ordenadores centrales y en mayor medida de los sistemas de almacenamiento para cubrir la demanda de los usuarios y de las nuevas aplicaciones.

Durante 2009 se ha trabajado también en la mejora del servicio del CAU (Centro de Ayuda a Usuarios), habiéndose atendido durante el año 46.454 llamadas y tramitado 39.875 incidencias.

En el ámbito de la Continuidad de Negocio, destaca la realización, por vez primera, de una prueba de gestión de crisis, en línea con la práctica de otros bancos centrales del Eurosistema. Los resultados fueron satisfactorios, permitiendo impulsar importantes mejoras relacionadas con la gestión de crisis. En el ámbito del Subcomité de Continuidad de Negocio del Comité de Estabilidad Financiera (CESFI), se preparó un protocolo de respuesta ante incidentes operativos con efectos potencialmente sistémicos, y se realizó una prueba de gestión de crisis.

10.6 INTERVENCIÓN GENERAL

Se ha implantado el nuevo sistema contable y completado la gestión del riesgo operacional

En el ejercicio 2009 se ha llevado a cabo la implantación de la nueva Aplicación Informática de Contabilidad y, con ella, se ha puesto en marcha el nuevo sistema contable del Banco con la entrada en vigor de la *Circular Interna 9/2008*, lo que ha permitido una notable simplificación en el proceso de contabilización de las operaciones, así como una mayor facilidad en el acceso y en la elaboración de la información financiera del Banco.

Igualmente, en este año terminó de implantarse el sistema de gestión del riesgo operacional en la totalidad de las dependencias del Banco de España, dando paso a la elaboración de un mapa global de la exposición del Banco a este tipo de riesgos y a la adopción de medidas para su tratamiento efectivo.

Se han continuado los trabajos para el desarrollo de una nueva aplicación de Control Presupuestario, estando prevista su implantación efectiva en el primer trimestre de 2010, lo que supondrá mejoras importantes en los procedimientos de gestión y control en la ejecución de los gastos e inversiones de la entidad.

Se ha mantenido la participación de la Intervención General en el desarrollo de los proyectos informáticos de los departamentos operativos del Banco, para asegurar la implementación de medidas adecuadas de control y contabilización de las operaciones, prestando una especial atención a los proyectos elaborados dentro del ámbito del Eurosistema.

Por otra parte, se han realizado importantes trabajos de adaptación de la contabilidad analítica para permitir el cálculo armonizado del coste de los proyectos del Eurosistema en los que

participamos, así como del coste de ciertos servicios prestados por el Banco a otras instituciones.

Por último, en lo relativo a la presencia a nivel internacional, se ha mantenido la influencia del Banco en las áreas de contabilidad y riesgo operacional de los bancos centrales a través de la organización de cursos y seminarios sobre dichas materias, especialmente entre miembros de bancos centrales de Latinoamérica.

10.7 AUDITORÍA INTERNA

La Auditoría Interna, conforme al Estatuto aprobado por la *Circular Interna 4/2007, de 20 de julio*, tiene por objeto evaluar la eficacia, la suficiencia y la idoneidad de todos los sistemas y procedimientos establecidos para la gestión y el control de los riesgos.

La función de auditoría interna es ejercida por el Departamento del mismo nombre (DAI), que depende directamente del gobernador. Adicionalmente, el DAI debe prestar a la Comisión de Auditoría del Consejo de Gobierno toda la colaboración que esta requiera y facilitarle la información que precise.

El DAI y el personal auditor que lo integra, deben actuar bajo los principios de objetividad, imparcialidad, confidencialidad y ausencia de conflicto de intereses, y de conformidad con los principios, estándares y procedimientos establecidos en el Manual de Auditoría Interna, aprobado por la Ordenanza 7/2008, de 15 de febrero.

La actividad auditora del DAI se establece mediante un Plan Anual, que es aprobado por el gobernador, dando cuenta a la Comisión Ejecutiva. Conforme al Plan 2009, el DAI ha realizado las siguientes auditorías principales: Cuentas Anuales del Banco de España; Informe previsto en la *Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero; LOPD —Cumplimiento de los artículos 96 y 110 del Reglamento—*; Seguridad de los sistemas de información automatizados; Validación de modelos de gestión de riesgos de las entidades de crédito supervisadas por el Banco de España; Cooperación técnica internacional; Elaboración y publicación de los tipos oficiales de referencia del mercado hipotecario; Subastas de liquidez del Tesoro; Proceso de gestión de quejas y reclamaciones en el Servicio de Reclamaciones; Servicio de apoyo a los planes especiales del Tesoro; Contabilización de devengos y anticipos; Reserva estratégica de billetes del Banco Central Europeo; Distribución de billetes; Gobierno de las tecnologías de la información; Operaciones del mercado monetario; Servicios de gestión de reservas del Eurosistema; Proyecto CCBM2 (Gestión de los activos de garantía por los bancos centrales); Estadísticas monetarias y financieras y de las sucursales de Valencia, Oviedo, Logroño, Pamplona, San Sebastián, Bilbao, Zaragoza y Barcelona. Asimismo, ha realizado el seguimiento de las recomendaciones realizadas de las auditorías específicas del Banco de España y de las comunes al SEBC.

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA
EJERCICIO 2009

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 ha establecido su propia normativa interna, basada en los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, a la auditoría de su Departamento de Auditoría Interna y al análisis y examen de la Comisión de Auditoría designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco. Asimismo, dichas cuentas han sido auditadas por auditores externos independientes, tal como establecen el citado artículo 29 de su Reglamento Interno y el artículo 27 de los Estatutos del SEBC.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, corresponde al Gobierno, a propuesta del ministro de Economía y Hacienda, aprobar el balance y cuentas del ejercicio del Banco, que serán remitidos a las Cortes Generales para su conocimiento. Corresponde al Consejo de Gobierno del Banco, a tenor de lo establecido en el artículo 21.g) de la citada Ley, formular sus cuentas anuales.

Las cifras consignadas, salvo indicación en contrario, están expresadas en millones de euros. Las correspondientes a 2008 se presentan únicamente para facilitar su comparación con las de 2009. Las diferencias que, en algún caso, pudieran observarse en las sumas de las cifras registradas en el balance, cuenta de resultados y notas explicativas se deben a redondeos.

Este documento presenta las cuentas correspondientes al ejercicio de 2009. En su apartado 2 se presentan el balance y la cuenta de resultados a 31.12.2009; 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 art. 4.2 de la Ley de Autonomía, se detallan las aportaciones efectuadas a los Fondos de Garantía de Depósitos y los préstamos y operaciones no concertados en condiciones de mercado o que, de cualquier forma, entrañan lucro cesante o quebranto para el Banco, estimándose el importe de los mismos.

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 10 de noviembre de 2006, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2006/16), con sus modificaciones posteriores.

2 Balance y cuenta de resultados

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2009

En millones de euros

	NÚMERO NOTA	2009	2008
ACTIVO			
1 Oro y derechos en oro	1	6.938,31	5.627,29
2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro		12.306,81	8.378,73
2.1 Activos frente al FMI	2	4.119,17	867,67
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	8.187,65	7.511,06
3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro	4	0,01	8.940,60
4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro		1.014,96	2.929,01
4.1 Depósitos, valores y préstamos	5	1.014,96	2.929,01
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	90.087,62	92.576,70
5.1 Operaciones principales de financiación		657,70	22.168,90
5.2 Operaciones de financiación a más largo plazo		89.421,45	70.284,55
5.3 Operaciones temporales de ajuste		—	—
5.4 Operaciones temporales estructurales		—	—
5.5 Facilidad marginal de crédito		—	63,00
5.6 Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		8,47	60,25
6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro	7	1.151,64	2,15
7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro	8	84.340,68	75.903,94
7.1 Valores mantenidos con fines de política monetaria		3.400,37	—
7.2 Otros valores		80.940,31	75.903,94
8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas	9	4.665,45	5.248,92
9 Cuentas intra-Eurosistema	10	13.121,19	4.786,88
9.1 Participación en el capital del BCE		663,30	437,71
9.2 Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		4.783,65	4.349,18
9.3 Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema		7.674,24	—
9.4 Otros activos intra-Eurosistema (neto)		—	—
10 Partidas en curso de liquidación		0,34	0,77
11 Otros activos		4.324,48	4.592,75
11.1 Inmovilizado material e inmaterial	11	240,45	235,85
11.2 Otros activos financieros	12	50,45	49,57
11.3 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	13	—	620,86
11.4 Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	14	2.126,12	2.430,26
11.5 Diversos	15	1.907,47	1.256,21
TOTAL ACTIVO		217.951,50	208.987,73

	NÚMERO NOTA	2009	2008
PASIVO			
1 Billetes en circulación	16	88.273,78	76.018,16
2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria	17	35.089,02	54.314,92
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		24.736,02	24.136,03
2.2 Facilidad de depósito		10.352,00	30.106,40
2.3 Depósitos a plazo		—	—
2.4 Operaciones temporales de ajuste		—	—
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		1,00	72,49
3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro		0,09	—
4 Certificados de deuda emitidos		—	—
5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro		32.725,57	20.544,59
5.1 Administraciones Públicas	18	31.233,05	18.770,52
5.2 Otros pasivos	19	1.492,52	1.774,07
6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro	20	264,49	172,27
7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro		0,86	1,47
8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro		0,69	71,85
8.1 Depósitos y otros pasivos	21	0,69	71,85
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI	22	3.078,08	330,12
10 Cuentas intra-Eurosistema	23	41.033,92	42.046,77
10.1 Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema		—	7.125,42
10.2 Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		41.033,92	34.921,35
11 Partidas en curso de liquidación	24	103,69	246,64
12 Otros pasivos		375,92	491,58
12.1 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	25	79,67	—
12.2 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	26	69,06	220,16
12.3 Diversos	27	227,19	271,42
13 Provisiones	28	5.312,04	4.847,66
14 Cuentas de revalorización	29	7.020,16	5.811,51
15 Capital y reservas		2.000,00	2.000,00
15.1 Capital	30	1.000,00	1.000,00
15.2 Reservas	31	1.000,00	1.000,00
16 Beneficio del ejercicio	32	2.673,18	2.090,19
TOTAL PASIVO		217.951,50	208.987,73

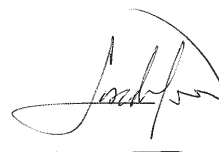
	NÚMERO NOTA	2009	2008
1 Ingresos por intereses	1	4.669,85	6.207,26
2 Gastos por intereses	2	1.005,29	2.873,86
3 Ingresos netos por intereses (1 - 2)		3.664,57	3.333,41
4 Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	108,54	108,62
5 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	193,12	16,13
6 Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio, precio y crédito	5	688,14	319,99
7 Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos (4 - 5 - 6)		-772,72	-227,50
8 Ingresos por honorarios/comisiones		23,77	23,33
9 Gastos por honorarios/comisiones		13,20	11,04
10 Ingresos netos por honorarios/comisiones (8 - 9)	6	10,57	12,29
11 Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	117,94	144,71
12 Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	193,99	-684,56
13 Otros ingresos y quebrantos	9	-12,93	-4,35
14 TOTAL INGRESOS NETOS (3 + 7 + 10 + 11 + 12 + 13)		3.201,42	2.573,99
15 Gastos de personal	10	230,96	223,63
16 Gastos en bienes y servicios	11	121,51	132,80
17 Amortización del inmovilizado	12	25,58	23,35
18 Costes de producción de billetes	13	71,45	65,08
19 Otros gastos		2,85	2,28
20 TOTAL GASTOS OPERATIVOS (15 + 16 + 17 + 18 + 19)		452,35	447,15
21 Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	75,89	36,65
22 BENEFICIO DEL EJERCICIO (14 - 20 - 21)	15	2.673,18	2.090,19

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 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 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 el 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 como si se tratara de una operación de compraventa independiente, al vencimiento de la operación.

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 van posteriormente traspasando a resultados cuando se realiza la venta del activo, o bien se utilizan para compensar minusvalías.

Divisas

Las operaciones de compraventa de divisas al contado se contabilizan en su fecha de liquidación, afectando a la posición en moneda extranjera desde esa fecha. Las pérdidas y ganancias derivadas de las operaciones de venta de divisas al contado se consideran igualmente realizadas desde su fecha de liquidación. Por su parte, las operaciones de compraventa de divisas a plazo se contabilizan en cuentas fuera de balance en la fecha de contado de la operación, afectando a la posición en divisas y considerando el resultado de la operación realizado en dicha fecha. En caso de que entre la fecha de contratación y la fecha de contado medie un fin de ejercicio, las operaciones se contabilizarán en la fecha de contratación.

Las compras se contabilizan por su precio de adquisición en euros. Las compras y las ventas de divisas contra euros se valoran al tipo de cambio concertado en la operación, mientras que en las operaciones de compraventa de divisas contra divisas la valoración en euros se efectúa al tipo de cambio medio de mercado de la divisa vendida en la fecha de contratación de la operación. Las operaciones en una divisa que no supongan modificación de la posición global de la misma no afectan al valor contable de dicha posición.

El coste en euros de las divisas vendidas se calcula por el método LIFO diario.

Los intereses devengados en moneda extranjera se contabilizan diariamente, empleándose normalmente 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 en 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).

En los tres casos, los valores se contabilizan inicialmente por su precio de adquisición, determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.

El coste de las ventas o amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate. No se permite la realización de ventas de los valores pertenecientes a la cartera a vencimiento, excepto en circunstancias excepcionales y autorizadas por la Comisión de Operaciones.

Los valores de la cartera de negociación son objeto de regularización mensual, valorándose a su precio de mercado. Dicha regularización se efectúa sin compensar plusvalías con minusvalías de diferentes códigos-valor. Las plusvalías y minusvalías (a excepción de las minusvalías en fin de año) se reflejan en cuentas de ajuste, con abono y adeudo, respectivamente, a cuentas de revalorización y a cuentas de gasto. Las minusvalías existentes a fin de año se registran en la cuenta de resultados del ejercicio, abonando su importe directamente en la cuenta de valores y modificando el precio medio contable del código-valor afectado y, por tanto, su tasa interna de rendimiento. Tales minusvalías se consideran irreversibles.

Sobre los valores de la cartera a vencimiento y de la cartera de política monetaria no se efectúa ningún proceso periódico de valoración, exceptuando el reconocimiento, en su caso, de la pérdida de valor por deterioro del activo.

Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos son objeto de la periodificación correspondiente, empleando para su cálculo la tasa interna de rendimiento para cada código-valor dentro de cada cartera. Estas periodificaciones se realizan diariamente.

Las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado, tratándose de valores en divisas, se entenderán referidas a la divisa correspondiente, traspasando estos importes a euros, según se establece en el apartado «Divisas».

Operaciones temporales
con valores

Las adquisiciones temporales de valores se registran en el activo del balance como préstamos con garantía por el efectivo concedido. Los valores adquiridos bajo este tipo de acuerdo no son revalorizados ni pasan a formar parte de la cartera.

Las cesiones temporales de valores se registran en el pasivo del balance como depósitos recibidos con garantía de valores, sirviendo de contrapartida el efectivo recibido. Los valores cedidos bajo este tipo de acuerdo permanecen en el balance del Banco de España y son tratados como si siguiesen formando parte de su cartera. Los acuerdos de recompra que se refieran a valores denominados en moneda extranjera no producen efecto alguno sobre el coste medio de la posición en divisas.

En los préstamos directos de valores, la adquisición y cesión temporal efectuadas de forma simultánea se contabilizarán independientemente, registrando cada una de ellas de acuerdo con las normas de valoración expuestas en los dos párrafos anteriores.

Los préstamos automáticos de valores (contratos que facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato) no son objeto de registro en el balance, contabilizando exclusivamente los ingresos obtenidos dentro de la cuenta de pérdidas y ganancias. Las operaciones vivas a fin de año se registran en cuentas de orden.

Activos en situaciones especiales

Todos los activos sobre cuya recuperación existen dudas razonables se contabilizan en cuentas diferenciadas, dotando sobre ellos la correspondiente provisión.

Créditos a entidades financieras
y saldos con bancos centrales
de la Unión Europea

Se valoran por su nominal.

En relación con las operaciones de política monetaria realizadas por los bancos centrales del Eurosistema, el BCE establece las condiciones en que deberán efectuarse dichas operaciones, así como la necesidad de obtener garantías adecuadas sobre las mismas. Asi-

mismo, el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC y del BCE establece que el Consejo de Gobierno podrá decidir que los BCN sean indemnizados, en circunstancias excepcionales, por las pérdidas específicas derivadas de las operaciones de política monetaria del Euro-sistema y que dicha indemnización adoptará la forma que considere adecuada el Consejo de Gobierno, pudiendo compensar dichos importes con los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales (véanse nota 28 del balance y nota 8 de la cuenta de resultados).

Créditos al Estado

De acuerdo con lo establecido en la Orientación del Banco Central Europeo de 10 de noviembre de 2006, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la elaboración de informes financieros en el SEBC (BCE/2006/16), se valoran por su nominal (véanse las notas 9 y 28 del balance y 5 de la cuenta de resultados).

Acciones y participaciones

Las acciones y participaciones en instituciones nacionales y/o internacionales, incluida la participación en el Banco Central Europeo, se valoran por su precio de adquisición. La participación en la sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA, se valora por su valor teórico contable.

Activos fijos materiales e inmateriales

Se consideran «inmovilizado» aquellos activos no financieros propiedad del Banco que se espera utilizar durante un plazo superior a 12 meses y que contribuyen, directa o indirectamente, al cumplimiento de los objetivos de la entidad y/o a la generación probable de ingresos en el futuro, siendo además posible una valoración fiable de su coste.

Como criterio general, el inmovilizado se valora inicialmente por su precio de adquisición, entendiéndose por tal el importe de los desembolsos dinerarios realizados o comprometidos, incluidos los costes directamente relacionados con la ubicación del activo en el lugar y en las condiciones necesarias para que pueda operar en la forma prevista, tales como transporte, instalación, honorarios profesionales por servicios legales, impuestos no recuperables, más 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 en el caso de edificios, construcciones e instalaciones), aunque pueden existir excepciones, justificadas normalmente por motivos de control.

Solo se activan las ampliaciones, sustituciones, renovaciones y mejoras del inmovilizado que superen el límite de 6.000 euros y cuando además sea posible registrar la baja contable de las partes sustituidas, o cuando dichas partes se encuentren totalmente amortizadas.

Las aplicaciones informáticas desarrolladas específicamente para el Banco de España cuyo coste no supere la cantidad de 300.000 euros serán contabilizadas directamente como gastos, sin que proceda realizar la activación posterior de los mismos.

Después de su reconocimiento inicial, el inmovilizado se valora al precio de adquisición minorado por la amortización acumulada y por las eventuales pérdidas por deterioro.

El coste de adquisición de un inmovilizado, neto de su valor residual, se amortiza sistemáticamente durante su vida útil, de forma lineal, con carácter mensual y comenzando a partir del mes siguiente al de su fecha de contabilización. Con carácter general, se estima un valor residual nulo para todos los elementos amortizables del inmovilizado, salvo cuando exista un mercado profundo y líquido para activos similares del que se pueda derivar el valor residual. Los terrenos, patrimonio histórico-artístico e inmovilizado en curso no se amortizan.

Los coeficientes de amortización y la vida útil estimada para los distintos elementos del inmovilizado aplicados en 2009 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 supere al valor recuperable, en cuyo caso, y solo si se trata de importes relevantes, se reconoce una pérdida por deterioro, reduciéndose de forma simultánea el valor en libros del elemento y modificándose su base amortizable.

Billetes en circulación

El BCE y los bancos centrales nacionales (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 del balance.

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. — Acti-

³. Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001, sobre la emisión de billetes en euros (BCE/2001/15), DOL 337, 20.12.2001, con sus modificaciones. 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 6 de diciembre de 2001, sobre la distribución de los ingresos monetarios de los bancos centrales nacionales de Estados participantes desde el ejercicio 2002 a 2007, inclusive (BCE/2001/16), DOL 337, de 20.12.2001, con sus modificaciones posteriores.

vos/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 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 paulatinamente de forma durante un período de seis años, manteniéndose inalterado durante cada ejercicio.

Los ingresos y 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 17 de noviembre de 2005 (BCE/2005/11), sobre la distribución 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, estos ingresos pertenecen a los BCN y su distribución tiene carácter anual. Dicha Decisión establece que el Consejo de Gobierno del BCE puede decidir, no obstante, antes de final de ejercicio, 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 de fluctuación de la cotización del oro. El Consejo de Gobierno del BCE puede decidir también, antes de final de ejercicio, que no se distribuyan en todo o en parte estos ingresos, si prevé que el BCE va a incurrir en pérdidas o que su beneficio neto anual puede ser inferior al importe del señoreaje de sus billetes en euros en circulación. Finalmente, la distribución de estos ingresos puede reducirse, previa decisión del Consejo, por los costes incurridos por el BCE en la emisión y manejo de billetes en euros.

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 BCN 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)». 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).

6. Se considera un período de 24 meses, comenzando 30 meses antes de la fecha de introducción del efectivo en euros. 7. Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

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 pérdidas y ganancias. 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 pérdidas y ganancias en la medida en que excedan a las ganancias previas por revalorizaciones registradas en las correspondientes cuentas de revalorización, no revirtiendo en años siguientes frente a nuevas ganancias no realizadas. Las pérdidas no realizadas en cualquier valor, moneda u oro no se compensan con las ganancias no realizadas en otra moneda o valor.

Las primas o descuentos en valores adquiridos se calculan y presentan como menores o mayores ingresos por intereses y se periodifican a lo largo de la vida residual de los activos, junto con los cupones que se van devengando, de acuerdo con el método de la tasa de rendimiento interno.

Plan de Pensiones

El Plan de Pensiones para los empleados del Banco se encuadra entre los denominados «de empleo», en la categoría de aportación definida. El Fondo, por su parte, es de carácter externo y 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 28 del balance).

Posiciones registradas fuera de balance⁸

La posición a plazo en moneda extranjera, formada por las operaciones a plazo en divisas y por la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

Con carácter general, las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones contabilizadas fuera de balance son registradas y tratadas de forma similar a las pérdidas y ganancias de activos y pasivos del balance. En concreto, y en aplicación del criterio económico, las pérdidas y ganancias derivadas de las posiciones mantenidas en futuros de tipos de interés se consideran realizadas en el momento en que se produce la liquidación diaria por diferencia. Al tratarse de futuros denominados en moneda extranjera, las citadas liquidaciones afectarán a la posición en divisas en el día en que se produzcan.

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 11.3 del activo o en el 12.1 del pasivo, de acuerdo con su signo.

Acontecimientos posteriores
al cierre del balance

El activo, el pasivo y la cuenta de pérdidas y ganancias 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 la memoria.

3.2 Notas explicativas al balance

1 ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro a cierre del ejercicio se elevan a 6.938,31 millones de euros, equivalentes a 9,054 millones de onzas troy⁹ de oro fino, valoradas a un precio de mercado de 766,35 euros por onza. El valor de dichas tenencias es superior en 1.311,03 millones de euros al de 2008, como consecuencia del aumento del precio de mercado (al cierre de 2008 la onza cotizaba a 621,54 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.
- 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, especialmente, 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. Reflejan el importe que el Banco de España ha cedido al FMI como contribución al servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza. A través de este fondo se financian préstamos a bajo interés para los países más pobres. El Banco de España mantiene un compromiso de contribuir a dicho servicio con un importe de hasta 425 millones de DEG.

Su composición en ambos ejercicios es la siguiente:

En millones de euros				
Tipo de activo	2009	2008	Variación	
Posición en el tramo de reservas	541,30	466,58	74,72	
Derechos especiales de giro (por asignaciones)	3.221,20	160,10	3.061,10	
Otros activos frente al FMI	356,66	240,99	115,67	
TOTAL	4.119,17	867,67	3.251,49	

En conjunto, el valor de los activos frente al FMI aumentó en 3.251,49 millones de euros respecto a su saldo a final de 2008.

El aumento que se produce en la cuenta de la posición en el tramo reservas (74,72 millones de euros) es debido, básicamente, a las aportaciones netas efectuadas por el Banco de España al

9. Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

FMI correspondientes a préstamos concedidos a terceros países (Turquía, Hungría, Sri Lanka y Rumanía). Del mencionado aumento, 82,78 millones se deben al incremento neto de los importes en divisas, minorados en 8,06 millones por el efecto de la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado. Por lo que respecta a la cuota de España en el FMI, en 2009 no tuvo lugar ninguna modificación, manteniéndose en 3.048,90 millones de DEG.

La cuenta de los derechos especiales de giro (por asignaciones) tiene un incremento de 3.061,10 millones de euros, explicado en su mayoría por las asignaciones extraordinarias de DEG acordadas en el seno del FMI. Estas han supuesto 2.752,80 millones de euros (2.528,75 millones de DEG). El aumento neto explicado por el incremento de divisas (3.109,04 millones de euros) ha sido minorado en 47,94 millones de euros por el efecto de los tipos de cambio de mercado a fin de ejercicio.

El aumento en la cuenta Otros activos frente al FMI (115,67 millones de euros) es debido a las aportaciones efectuadas por el Banco de España al programa PRGF III del FMI, que han supuesto un incremento de 120,98 millones de euros, minorado en 5,31 millones de euros por efecto de la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado.

Los DEG aparecen valorados al tipo de mercado de fin de año, calculado por el BCE para todos los BCN del Eurosistema, de 1 € = 0,918611 DEG. Los DEG se definen en términos de una cesta de monedas. Su valor se determina como la suma ponderada de los tipos de cambio de las cuatro divisas más importantes: dólar USA, euro, yen japonés y libra esterlina. El tipo de interés, que se actualiza semanalmente, se ha mantenido entre el 0,82% y el 0,23% 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 2009 se eleva a 8.187,65 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros				
Tipo de activo	2009	2008	Variación	
Depósitos	144,65	95,69	48,96	
Valores	8.042,39	7.413,75	628,65	
<i>Cartera de negociación</i>	<i>4.149,24</i>	<i>3.374,09</i>	<i>775,15</i>	
<i>Cartera a vencimiento</i>	<i>3.893,15</i>	<i>4.039,65</i>	<i>-146,50</i>	
Otros	0,60	1,62	-1,02	
TOTAL	8.187,65	7.511,06	676,59	

A 31 de diciembre de 2009, el 99,74% 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 € = 1,4406 \$ USA).

El aumento del saldo de este epígrafe (676,59 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	1.052,20
Por la variación de los tipos de cambio de mercado a 31 de diciembre	-285,91
Por la variación del precio de mercado de los valores a 31 de diciembre	-107,96
Por la variación de los intereses a cobrar no vencidos	18,64
Otras causas	-0,38
TOTAL	676,59

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 2009 es igual a 0,01 millones, habiendo disminuido en 8.940,58 millones respecto al año anterior. Esta disminución se debe a que a finales del año 2009 no se mantenían depósitos en instituciones financieras monetarias en dólares USA (el contravalor de estos depósitos a finales de 2008 era de 718,55 millones de euros) y a que en los últimos meses del año 2009 no se han realizado compras temporales de valores con compromiso de reventa con las entidades de crédito del Eurosistema, en relación con el programa para proporcionar liquidez a corto plazo en dólares USA (*US dollar Term Auction Facility*), cuyo saldo al final del ejercicio anterior ascendía a 8.222,03 millones de euros.

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	2009	2008	Variación
Depósitos	0,21	0,22	-0,01
Valores de renta fija	1.014,75	2.928,78	-1.914,03
<i>Cartera de negociación</i>	<i>108,94</i>	<i>110,41</i>	<i>-1,48</i>
<i>Cartera a vencimiento</i>	<i>905,81</i>	<i>2.818,37</i>	<i>-1.912,56</i>
TOTAL	1.014,96	2.929,01	-1.914,05

Del importe de este epígrafe (1.014,96 millones de euros), la mayor parte (905,81 millones) corresponde a valores de renta fija incluidos en la cartera a vencimiento, que experimentaron, no obstante, una disminución de 1.912,56 millones respecto a su saldo a 31 de diciembre de 2008 como consecuencia de las amortizaciones que tuvieron lugar durante el ejercicio. Esta cartera está formada por valores en euros emitidos por Estados de fuera de la zona del euro y por organismos internacionales (Banco Europeo de Inversiones y Banco de Pagos Internacionales). Los valores incluidos en la cartera de negociación presentan un saldo de 108,94 millones, con una disminución de 1,48 millones respecto al año anterior, y corresponden en su totalidad a valores emitidos por organismos internacionales (Banco Europeo de Inversiones).

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 749.890 millones, de los cuales 90.087,62 figuran en el balance del Banco de España. De acuerdo con el artículo 32.4 de los Estatutos del SEBC/BCE, en caso de materializarse cualquier riesgo de contraparte en operaciones de política monetaria, estos serán compartidos por todos los bancos centrales del Eurosistema en

proporción a su participación en el capital suscrito del BCE, según las claves vigentes en el momento de materializarse dicho riesgo (véase la provisión para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria del Eurosistema, en la nota 28, Provisiones).

Su detalle, por tipo de operación, se refleja en el cuadro siguiente:

En millones de euros			
Tipo de operación	2009	2008	Variación
Operaciones principales de financiación	657,70	22.168,90	-21.511,20
Operaciones de financiación a más largo plazo	89.421,45	70.284,55	19.136,90
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Operaciones temporales estructurales	—	—	—
Facilidad marginal de crédito	—	63,00	-63,00
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	8,47	60,25	-51,78
TOTAL	90.087,62	92.576,70	-2.489,08

Durante todo el año 2009, y en el contexto de las tensiones en el mercado monetario de la zona del euro, el BCE realizó operaciones de inyección de liquidez con diferentes vencimientos, con objeto de satisfacer las demandas adicionales de liquidez de las entidades de contrapartida.

El saldo de esta rúbrica a 31 de diciembre de 2009 es inferior en un 2,69% al de 2008. No obstante, el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año aumentó en un 42,13% (80.937,90 millones en 2009, frente a 56.946,04 millones en 2008).

El 19,21% del saldo medio anual de la financiación se otorgó a través de «Operaciones principales de financiación», y otro 80,75% se concedió mediante «Operaciones de financiación a más largo plazo», lo que representa en este último caso un incremento muy significativo respecto al ejercicio anterior. A través del resto de instrumentos únicamente se financió el 0,04% de dicho saldo medio.

a. Operaciones principales de financiación

Estas operaciones 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 han perdido importancia, siendo sustituidas en esta función por las operaciones de financiación a más largo plazo. Se ejecutan mediante operaciones temporales de inyección de liquidez, con frecuencia semanal, vencimiento a una semana, y normalmente a través de subastas estándar. A partir de octubre de 2008 las operaciones se realizan a tipo fijo, con adjudicación del importe total solicitado.

El saldo de este epígrafe a 31 de diciembre de 2009 era de 657,70 millones de euros, habiendo disminuido respecto al 31 de diciembre de 2008 en 21.511,20 millones, reducción compensada por el incremento de la financiación otorgada a través de las operaciones a más largo plazo. Por lo que respecta a su saldo medio, ha pasado de 20.794,04 millones en 2008 a 15.544,88 millones en 2009.

b. Operaciones de financiación a más largo plazo

Originariamente, estas operaciones tenían como objetivo proporcionar financiación adicional a más largo plazo a las entidades de contrapartida. Se ejecutaban mediante operaciones temporales de inyección de liquidez, con frecuencia mensual y vencimiento a tres meses, y normalmente a través de subastas estándar. No obstante, a lo largo de los años 2008 y 2009, y con objeto de mejorar la provisión de liquidez en el Eurosistema, adicionalmente a estas

operaciones regulares de financiación a más largo plazo, se han realizado operaciones de financiación a más largo plazo complementarias con vencimientos a tres meses, seis meses y un año (estas últimas únicamente en 2009), así como operaciones de financiación a plazo especial con un plazo igual a la duración del período de mantenimiento de reservas. A partir de octubre de 2008, estas operaciones también se han realizado a tipo fijo, con adjudicación total del importe solicitado.

Como consecuencia de ello, el saldo que presentaban estas operaciones a fin de 2009 era muy elevado, ascendiendo a 89.421,45 millones de euros (99,26% del total), y habiendo aumentado en relación con el año anterior en 19.136,90 millones de euros. De igual forma, su saldo medio ha pasado de 36.009,21 millones en 2008 a 65.354,89 millones en 2009. Este incremento se explica por los motivos comentados en el párrafo anterior.

c. Operaciones temporales de ajuste

Estas operaciones tienen por objeto suavizar los efectos causados por fluctuaciones inesperadas en el mercado sobre los tipos de interés. Dada su naturaleza, su frecuencia no está estandarizada.

Su saldo a fin de año era cero, igual que el año anterior, no habiendo tenido lugar ninguna operación temporal de ajuste a lo largo del ejercicio.

d. Operaciones temporales estructurales

Se trata de operaciones temporales de mercado abierto, a través de subastas estándar, con las que el Eurosistema pretende modificar su posición estructural de liquidez frente al sector financiero.

A fin de año, su saldo era cero, igual que el año anterior, no habiendo tenido lugar ninguna operación estructural a lo largo del ejercicio.

e. Facilidad marginal de crédito

Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez a un día de su BCN, a un tipo de interés especificado previamente, contra activos de garantía. Dicho tipo de interés está penalizado respecto al tipo de intervención establecido en las subastas semanales u operaciones principales de financiación.

Al cierre del ejercicio 2009, su saldo era cero, habiéndose producido en este ejercicio un número reducido de estas operaciones, lo que ha supuesto una disminución importante de su saldo medio (ha pasado de 67,50 millones en 2008 a 9,86 millones en 2009).

f. Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía

De acuerdo con las normas del Eurosistema para la gestión de la política monetaria, todas las operaciones mediante las que se otorga liquidez al sistema bancario deben estar garantizadas con activos de reconocida solvencia aceptados por el sistema para servir de colateral. Si, después de la valoración diaria, el valor de mercado de los activos recibidos para garantizar la devolución de los préstamos disminuye por debajo del umbral mínimo o de reposición establecido para cada valor, la entidad de contrapartida afectada deberá reponer activos adicionales o efectivo en depósitos constituidos a tal efecto (véase la nota 17); y, si el valor de mercado de los activos de garantía, tras su revaluación, supera el importe de la financiación obtenida del BCN 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 BCN 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 varia-

ción 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 2009, presentaba un saldo de 8,47 millones de euros, con una disminución de 51,78 millones en relación con el año anterior.

7 OTROS ACTIVOS EN EUROS
FRETE A ENTIDADES DE
CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

En esta rúbrica se incluyen los activos frente a las entidades de crédito no relacionados con la gestión de la política monetaria. Su saldo a 31 de diciembre de 2009, de 1.151,64 millones de euros, recoge el importe de las cuentas corrientes de corresponsalía mantenidas con entidades de crédito (1,64 millones, con una disminución de 0,51 millones respecto a 2008) y los préstamos concedidos a las entidades de crédito para apoyo a la liquidez, por un importe de 1.150 millones.

8 VALORES EMITIDOS EN
EUROS POR RESIDENTES
EN LA ZONA DEL EURO

El 7 de mayo de 2009, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó la constitución de una cartera de valores con fines de política monetaria. Los valores que forman parte de esta cartera deben contabilizarse en el balance de forma separada de los demás valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro, por lo que en 2009 esta rúbrica se ha desglosado en dos subepígrafes: «Valores mantenidos con fines de política monetaria» y «Otros valores» (anteriormente, estos últimos constituían la totalidad del epígrafe).

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 el programa de compras aprobado por el Consejo de Gobierno del BCE el 7 de mayo de 2009, las cuales comenzaron en julio de dicho ejercicio. El Consejo de Gobierno decidió clasificar estos valores como mantenidos hasta su vencimiento (véase «Valores» en el apartado «3.1 Normativa contable»). Su saldo a 31 de diciembre de 2009 es de 3.400,37 millones, no habiendo evidencia objetiva de que estos activos se hubiesen deteriorado a fin de ejercicio.

b. Otros valores

Recoge el importe de aquella parte de la cartera 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. 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	2009	2008	Variación
Cartera de negociación	40.279,80	42.293,25	-2.013,44
Cartera a vencimiento	40.660,51	33.610,69	7.049,82
TOTAL	80.940,31	75.903,94	5.036,37

El saldo de esta rúbrica a 31 de diciembre de 2009 es de 80.940,31 millones de euros, de los que el 49,76% corresponde a valores de la cartera de negociación, y el resto (50,24%), a valores de la cartera a vencimiento.

El conjunto de estos valores experimentó un aumento de 5.036,37 millones de euros en 2009. No obstante, fueron los valores de la cartera a vencimiento los que experimentaron un aumento de 7.049,82 millones de euros, mientras que los valores de la cartera de negociación disminuyeron en 2.013,44 millones de euros.

En concreto, las variaciones se deben a las causas que se señalan en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Causas de la variación	Cartera de negociación	Cartera a vencimiento	Total
Compraventa de valores	-1.720,46	7.075,18	5.354,72
Plusvalías latentes a fin de año (a)	50,59	—	50,59
Minusvalías a fin de año (a)	-14,11	—	-14,11
Intereses implícitos devengados	-329,46	-25,36	-354,83
TOTAL	-2.013,44	7.049,82	5.036,37

a. Tal como se señala en el apartado «3.1 Normativa contable», sobre la cartera a vencimiento no se efectúan procesos de valoración periódicos.

En esta cartera se incluyen valores emitidos tanto por Administraciones Públicas como por instituciones financieras de la zona del euro. Debe señalarse que todas las adquisiciones de deuda emitida por Administraciones Públicas corresponden a operaciones realizadas en el mercado secundario, y nunca a suscripciones directas de emisiones.

9 CRÉDITOS EN EUROS A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Este epígrafe recoge los créditos que, en virtud de lo establecido por sus respectivas leyes de creación, fueron otorgados al Estado con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994. Inicialmente, estaba prevista su amortización por su valor nominal, en un plazo de 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 acordó acelerar el calendario de amortización de estos créditos, de forma que queden vencidos en su totalidad, a más tardar, en el año 2015, pudiendo el Tesoro solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de aquellos. Los créditos amortizados anticipadamente son abonados por el Tesoro por el efectivo correspondiente a su valor de mercado en ese momento. Se ha constituido una provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de estos créditos (véase nota 28 al balance).

A tenor de dicho acuerdo, en 2009 se pagaron dos cuotas del crédito de la Ley 3/1983 (la correspondiente al año en curso más la última viva del calendario de amortización original) y las cuotas de los otros dos créditos correspondientes al año en curso.

El saldo nominal vivo a 31 de diciembre de 2009 de los créditos otorgados al Estado asciende a 4.665,45 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros

	2009	2008	Variación
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	1.171,51	1.366,76	-195,25
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	3.126,59	3.473,99	-347,40
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	367,35	408,17	-40,82
TOTAL	4.665,45	5.248,92	-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.

Esta rúbrica recoge los importes correspondientes a los epígrafes que figuran a continuación:

En millones de euros			
Tipo de activo	2009	2008	Variación
Participación en el capital del BCE	663,30	437,71	225,59
Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE	4.783,65	4.349,18	434,47
Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema	7.674,24	—	7.674,24
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	—	—	—
TOTAL	13.121,19	4.786,88	8.334,31

a. Participación en el capital del BCE

A 31 de diciembre de 2009, el total de este epígrafe asciende a 663,30 millones de euros. Este importe total se divide en dos componentes: participación en el capital y participación en el patrimonio neto, excluido el capital. Por lo que se refiere al primero de los componentes, el capital suscrito y desembolsado por el Banco de España asciende a 478,36 millones de euros, equivalentes al 8,3040% de aquel. Dicho porcentaje es el que corresponde al Banco de España, de acuerdo con la clave de participación establecida a partir de los datos facilitados por la Comisión Europea y fijada en función de la población y el producto nacional bruto de nuestro país, en relación con los del conjunto de los países del SEBC. Por lo que se refiere al segundo componente, participación en el patrimonio neto del BCE —excluido capital—, su importe a dicha fecha asciende a 184,94 millones de euros, importe pagado por la participación del Banco de España en las reservas del BCE con motivo del aumento de la clave de participación del Banco de España en el capital de dicha entidad.

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 29.3 de los Estatutos del SEBC, y deben ser ajustadas cada cinco años o cuando tiene lugar la incorporación de nuevos miembros a la Unión Europea y, por tanto, su BCN entra a formar parte del SEBC. En este sentido, el segundo cambio quinquenal de las claves tuvo lugar el 1 de enero de 2009. Hay que señalar que en la misma fecha tuvo lugar también la incorporación de un nuevo miembro al Eurosistema, el Banco Central de Eslovaquia. Basándose en la Decisión del Consejo de 15 de julio de 2003, sobre datos estadísticos que se han de usar para la determinación de la clave en la suscripción del capital del Banco Central Europeo, las claves de capital de los BCN se ajustaron en la fecha mencionada, mostrándose en el siguiente cuadro:

En porcentaje

	Clave para la suscripción de capital del BCE (%)	
	Hasta el 31 de diciembre de 2008	A partir del 1 de enero de 2009
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	2,4708	2,4256
Deutsche Bundesbank	20,5211	18,9373
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8885	1,1107
Bank of Greece	1,8168	1,9649
Banco de España	7,5498	8,3040
Banque de France	14,3875	14,2212
Banca d'Italia	12,5297	12,4966
Central Bank of Cyprus	0,1249	0,1369
Banque centrale du Luxembourg	0,1575	0,1747
Central Bank of Malta	0,0622	0,0632
De Nederlandsche Bank	3,8937	3,9882
Oesterreichische Nationalbank	2,0159	1,9417
Banco de Portugal	1,7137	1,7504
Banka Slovenije	0,3194	0,3288
Národná banka Slovenska		0,6934
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2448	1,2539
Subtotal del grupo de BCN pertenecientes a la zona del euro	69,6963	69,7915
Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0,8833	0,8686
Česká národní banka	1,3880	1,4472
Danmarks Nationalbank	1,5138	1,4835
Eesti Pank	0,1703	0,1790
Latvijas Banka	0,2813	0,2837
Lietuvos bankas	0,4178	0,4256
Magyar Nemzeti Bank	1,3141	1,3856
Narodowy Bank Polski	4,8748	4,8954
Banca Națională a României	2,5188	2,4645
Národná banka Slovenska	0,6765	
Sveriges Riksbank	2,3313	2,2582
Bank of England	13,9337	14,5172
Subtotal del grupo de BCN no pertenecientes a la zona del euro	30,3037	30,2085
TOTAL	100	100

El 1 de enero de 2009, la clave de participación del Banco de España en el capital suscrito del BCE (5.761 millones de euros) aumentó del 7,5498% hasta el 8,3040%, incrementándose la participación en el capital del BCE de 434,92 millones a 478,36 millones.

Adicionalmente, y como consecuencia de los mencionados cambios en las claves, el Banco de España tuvo que desembolsar el importe correspondiente al incremento de su participación en el patrimonio neto del BCE, excluido el capital, pasando dicho importe desembolsado de 2,79 millones en 2008 a 184,94 millones en 2009.

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 tienen un valor fijo desde el momento de su transferencia. Se remuneran al tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, reducido en un 15% para reflejar una remuneración nula para el componente de oro.

El cambio en las claves de participación en el BCE que tuvo lugar el 1 de enero de 2009 hizo necesario ajustar los activos con los que el BCE acredita a los BCN por sus aportaciones de activos exteriores de reserva. Para reflejar el aumento experimentado por la clave de capital del Banco de España, se realizó una aportación adicional de activos exteriores de reserva al BCE por un contravalor en euros de 434,47 millones, alcanzando en 2009 un saldo de 4.783,65 millones de euros.

c. Activos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema

Este epígrafe, cuyo saldo a fin de ejercicio asciende a 7.674,24 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 (véanse «Billetes en circulación» y «Cuentas intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

El neto de estas cuentas a 31 de diciembre de 2008 era acreedor (7.125,42 millones) y se mostraba en el epígrafe 10.1 del pasivo. Este cambio se explica tanto por el incremento de la clave de asignación de billetes en euros en el Eurosistema, que ha pasado del 9,9660% al 10,9465% como consecuencia de los cambios en la clave de participación en el capital del BCE derivados del ajuste quinquenal, como por la reducción de los billetes en circulación que se ha producido en España a lo largo de 2009 (-3,06%), en contraposición al crecimiento experimentado en el conjunto del Eurosistema (5,72%).

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.

11 INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL

El saldo de este epígrafe ascendía, al cierre del ejercicio, a 240,45 millones de euros, de los que 553,49 millones correspondían a su coste y 313,04 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			
	2009	2008	Variación
INMOVILIZADO MATERIAL	470,11	449,21	20,90
Terrenos y solares	5,35	5,35	
Edificios, construcciones y obras de remodelación	106,41	103,11	3,31
Instalaciones	162,67	146,91	15,75
Mobiliario y enseres	36,42	34,98	1,43
Máquinas de oficina no informáticas	47,59	43,54	4,06
Equipos para procesos de información	55,56	54,77	0,79
Elementos de transporte	8,67	8,54	0,12
Fondo bibliográfico	5,01	9,78	-4,77
Otro inmovilizado material	3,90	3,74	0,16
Patrimonio histórico-artístico	38,54	38,49	0,05
INMOVILIZADO INMATERIAL	53,03	47,51	5,52
Aplicaciones informáticas	52,97	47,45	5,52
Propiedad industrial	0,06	0,06	
INMOVILIZADO EN CURSO	30,35	35,19	-4,84
Edificios, instalaciones y otras construcciones en curso	20,28	28,81	-8,52
Aplicaciones informáticas en curso	9,20	5,50	3,70
Otro inmovilizado en curso	0,87	0,89	-0,02
TOTAL	553,49	531,91	21,58

En millones de euros

Amortización acumulada	2009	2008	Variación
INMOVILIZADO MATERIAL	-274,75	-263,30	-11,44
Edificios, construcciones y obras de remodelación	-32,92	-30,60	-2,31
Instalaciones	-121,86	-114,71	-7,15
Mobiliario y enseres	-23,36	-21,62	-1,74
Máquinas de oficina no informáticas	-39,44	-37,72	-1,72
Equipos para procesos de información	-45,14	-42,75	-2,39
Elementos de transporte	-6,27	-5,68	-0,60
Fondo bibliográfico	-2,39	-7,09	4,69
Otro inmovilizado material	-3,36	-3,13	-0,23
INMOVILIZADO INMATERIAL	-38,30	-32,76	-5,53
Aplicaciones informáticas	-38,24	-32,71	-5,53
Propiedad industrial	-0,06	-0,05	—
TOTAL	-313,04	-296,07	-16,98

El incremento del inmovilizado durante el año 2009 se ha debido, fundamentalmente, a inversiones en instalaciones eléctricas y de climatización en los edificios de Madrid y en diversas sucursales, así como a las reformas llevadas a cabo en estos edificios¹⁰. También cabe destacar el incremento de las inversiones en máquinas de oficina no informáticas, principalmente para el tratamiento de billetes y monedas y el aumento en el desarrollo de determinadas aplicaciones informáticas. Durante el año 2009 se han dado de baja parte de las inversiones registradas en Fondo bibliográfico por encontrarse totalmente amortizadas, de acuerdo con lo establecido en la nueva regulación aplicable a este inmovilizado.

12 OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

En este epígrafe se incluyen inversiones financieras por importe de 50,45 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. El aumento de estos activos financieros en 0,88 millones de euros se debe, básicamente, al incremento del valor teórico de las acciones de la mencionada sociedad.

13 DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta deudora por operaciones a plazo y *swaps* con divisas valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es acreedora, como ocurre en este ejercicio, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «12.1» del pasivo (véase nota 25 al balance).

14 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 2.126,12 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

¹⁰. Las reformas de los edificios se contabilizan como mayor valor del inmovilizado cuando cumplen los criterios mencionados en el apartado «3.1 Normativa contable», relativo a los activos fijos materiales e inmateriales.

En millones de euros

	2009	2008	Variación
INTERESES DEVENGADOS EN LA ADQUISICIÓN DE VALORES E INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS PROCEDENTES DE VALORES			
Cartera de negociación	813,46	873,40	-59,95
<i>Denominados en moneda extranjera</i>	8,89	16,81	-7,92
<i>Denominados en euros</i>	804,56	856,59	-52,03
Cartera a vencimiento	848,17	807,08	41,09
<i>Denominados en moneda extranjera</i>	34,30	35,49	-1,19
<i>Denominados en euros</i>	813,87	771,59	42,28
Cartera de política monetaria	58,56	—	58,56
OTROS INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS	402,72	742,57	-339,85
De operaciones a plazo en divisas	0,78	—	0,78
De depósitos y otros activos en moneda extranjera	—	12,38	-12,38
De operaciones excepcionales de inyección de liquidez	0,01	18,25	-18,24
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	52,72	151,70	-98,98
De cuentas intra-Eurosistema por ajustes de billetes	19,66	—	19,66
De operaciones de política monetaria	324,73	555,48	-230,75
De préstamos de apoyo a la liquidez	2,02	—	2,02
Otros	2,80	4,78	-1,98
COMISIONES A COBRAR NO VENCIDAS Y GASTOS ANTICIPADOS	3,21	2,81	0,40
DIVIDENDOS DEVENGADOS Y NO COBRADOS	—	4,40	-4,40
TOTAL	2.126,12	2.430,26	-304,14

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 (804,56 millones) y a vencimiento (813,87 millones). En conjunto, estos intereses han experimentado un incremento en relación con el año 2008 de 39,70 millones. Por otro lado, los intereses devengados y no cobrados en operaciones de política monetaria han experimentado una importante disminución (230,75 millones de euros), debido al menor tipo de interés aplicado. Asimismo, se han reducido los intereses a cobrar de los activos de contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE, de las operaciones excepcionales de inyección de liquidez y de los depósitos y activos en moneda extranjera. Por último, en 2009 los intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema relacionados con el ajuste de billetes y cuenta compensatoria han pasado a ser intereses a cobrar (19,66 millones, correspondientes a los devengados en el último trimestre), mientras que en 2008 eran a pagar.

15 OTROS ACTIVOS. DIVERSOS

Los componentes más significativos de este epígrafe, cuyo importe total se eleva a 1.907,47 millones de euros, son el ingreso efectuado al Tesoro Público el 1 de diciembre de 2009, de 1.706,67 millones de euros, equivalente al 70% de los beneficios acumulados por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2009 (véase la nota 15 a la cuenta de resultados), que supone un aumento de 652,85 millones con relación al equivalente del ejercicio anterior, y los préstamos para vivienda y anticipos concedidos a los empleados del Banco, cuyo saldo asciende a 189,40 millones, con un aumento de 0,30 millones de euros con respecto a 2008.

El saldo de billetes en circulación (88.273,78 millones de euros) representa la participación del Banco de España en el total de billetes en euros en circulación (véase «Billetes en circulación» en el apartado «3.1 Normativa contable»), de acuerdo con la clave de asignación de billetes en euros en el Eurosistema (el 10,9465% del total de los emitidos por todos los bancos centrales, que resulta de deducir de la clave de participación en el Eurosistema el 8% del total correspondiente al BCE). Dicho saldo ha experimentado un incremento de 12.255,62 millones de euros respecto del año anterior, por el mayor volumen de billetes en euros en circulación en el Eurosistema.

El saldo del conjunto de los diferentes tipos de depósitos que mantienen las entidades de crédito en el Banco de España ascendía a 35.089,02 millones de euros al cierre del ejercicio de 2009, experimentando una reducción respecto al ejercicio anterior de 19.225,90 millones. Esta disminución se ha debido, fundamentalmente, a la reducción registrada en la facilidad de depósito, compensada mínimamente por el incremento del saldo de las cuentas corrientes de las entidades de crédito (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	2009	2008	Variación
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	24.736,02	24.136,03	599,99
Facilidad de depósito	10.352,00	30.106,40	-19.754,40
Depósitos a plazo	—	—	—
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	1,00	72,49	-71,49
TOTAL	35.089,02	54.314,92	-19.225,90

El primer componente, que recoge el total de las cuentas corrientes abiertas por las entidades de crédito en el Banco de España en las que estas mantienen las reservas mínimas a las que están obligadas en relación con la instrumentación de la política monetaria, ha experimentado un incremento de 599,99 millones. En cuanto a su saldo medio, se incrementó igualmente durante el ejercicio, pasando de 24.009,94 millones en 2008 a 26.052,70 millones en 2009.

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 del mercado), ha experimentado un descenso importante, pasando de 30.106,40 millones en 2008 a 10.352,00 millones en 2009. No obstante, si lo que se analiza es el saldo medio, se observa un ligero incremento (7.535,94 millones en 2009, frente a 6.777,25 millones el ejercicio anterior), puesto que durante 2008 esta facilidad únicamente fue utilizada, aunque de forma muy importante, durante los últimos meses del año, en un contexto de fuertes tensiones en los mercados de financiación.

Por lo que respecta a los depósitos a plazo fijo, al igual que en 2008, no presentan saldo a 31 de diciembre. Se trata de operaciones de ajuste (drenaje de liquidez) instrumentadas mediante depósitos. A lo largo de 2009 se efectuaron en el Eurosistema 12 operaciones de este tipo, coincidiendo con el último día del período de mantenimiento del coeficiente de reservas mínimas, participando entidades españolas en todas ellas.

Los restantes epígrafes incluidos en esta rúbrica recogen los depósitos constituidos bajo las modalidades de operaciones temporales de ajuste y depósitos relacionados con los márgenes de garantía. A 31 de diciembre de 2009, las entidades mantenían saldos relacionados con los depósitos relativos a los ajustes de los márgenes de garantía por un importe igual a 1,00 millones de euros (72,49 millones en 2008).

18 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.— ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Se recogen en este epígrafe los depósitos que mantienen las Administraciones Públicas en el Banco de España. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 31.233,05 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros			
	2009	2008	Variación
Administración Central (Estado)	14.429,06	7.086,58	7.342,48
<i>Tesoro Público.—Cuenta corriente</i>	<i>305,25</i>	<i>4.501,72</i>	
<i>Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares</i>	<i>14.123,81</i>	<i>2.584,86</i>	
Administraciones Territoriales	960,17	1.880,97	-920,79
<i>Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares</i>	<i>954,85</i>	<i>1.875,53</i>	
<i>Administración Local</i>	<i>5,32</i>	<i>5,44</i>	
Administraciones de Seguridad Social	15.843,81	9.802,98	6.040,84
<i>Del Sistema de Seguridad Social</i>	<i>14.773,28</i>	<i>8.939,17</i>	
<i>Otras</i>	<i>1.070,54</i>	<i>863,81</i>	
TOTAL	31.233,05	18.770,52	12.462,52

El aumento de este epígrafe (12.462,52 millones de euros) se debió, fundamentalmente, al incremento en 12.005 millones de euros por los saldos mantenidos por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) dentro de Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares y de las Administraciones de Seguridad Social, al tiempo que los saldos a fin de ejercicio del Tesoro Público y de las Administraciones Territoriales experimentaron una disminución respecto al año anterior.

19 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—OTROS PASIVOS

Recoge las cuentas corrientes de otras instituciones financieras que no son entidades de crédito, tales como los Fondos de Garantía de Depósitos, otros intermediarios financieros relacionados con la liquidación de los mercados de valores, otros intermediarios en el mercado de deuda anotada, etc., así como las cuentas corrientes de Organismos Públicos y Autónomos no administrativos del Estado, las cuentas corrientes de empleados y pensionistas, y otras cuentas de personas jurídicas clasificadas dentro de «Otros sectores residentes no financieros».

Su saldo al cierre del ejercicio 2009 era de 1.492,52 millones de euros, y su disminución en 281,55 millones de euros respecto al cierre de 2008 se debió, fundamentalmente, al descenso de los saldos de las cuentas corrientes de Organismos Públicos del Estado (265,70 millones de euros).

20 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Recoge esencialmente los saldos de las cuentas en euros abiertas a organismos internacionales, autoridades monetarias no pertenecientes al Eurosistema y a bancos centrales a los que se prestan servicios de gestión de reservas. Su saldo, de 264,49 millones de euros, experimentó un incremento respecto del ejercicio anterior de 92,21 millones, principalmente por el

aumento en los depósitos de los bancos centrales a los que se les prestan servicios de gestión de reservas.

21 PASIVOS EN MONEDA
EXTRANJERA CON
NO RESIDENTES EN LA ZONA
DEL EURO.—DEPÓSITOS
Y OTROS PASIVOS

Recoge los saldos mantenidos en moneda extranjera por los bancos centrales de fuera de la zona del euro, así como las operaciones de venta de valores con pacto de recompra. El saldo al cierre del ejercicio de 2009 asciende a 0,69 millones de euros, 71,16 millones menos que a fin de 2008, como consecuencia de la importante disminución experimentada por los depósitos constituidos en dólares USA por las mencionadas entidades.

22 CONTRAPARTIDA DE LOS
DERECHOS ESPECIALES DE GIRO
ASIGNADOS POR EL FMI

Con un importe de 3.078,08 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 2.747,96 millones de euros respecto del año anterior, debido fundamentalmente a las asignaciones extraordinarias de DEG acordadas en el seno del FMI. En el mes de agosto se produjo un primer incremento como resultado de la aprobación por parte de la Junta de Gobernadores del FMI de una asignación general para proporcionar liquidez al sistema, que en el caso del Banco de España ascendió a 2.260,18 millones de DEG. En el mes de septiembre tuvo lugar una segunda asignación de carácter extraordinario, por importe de 268,57 millones de DEG.

23 CUENTAS INTRA-
EUROSISTEMA

Esta rúbrica, que a 31 de diciembre de 2009 presenta un saldo de 41.033,92 millones de euros, se compone de los dos epígrafes que se citan a continuación:

a. Pasivos netos relacionados
con la asignación de billetes en
euros en el Eurosistema

Este epígrafe, que no presenta saldo a fin de ejercicio (en 2008 tenía un saldo de 7.125,42 millones), 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 acreedor (véanse «Billetes en circulación» y «Cuentas intra-Eurosistema» en el apartado sobre normativa contable).

Desde el 1 de enero de 2009 su saldo es deudor, por lo cual se muestra en el epígrafe 9.3 del activo (véase nota 10.c).

b. Otros pasivos intra-
Eurosistema (neto)

Su saldo a 31 de diciembre de 2009, de 41.033,92 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 relacionadas, fundamentalmente, con los ingresos por señoreaje correspondientes a los billetes en euros emitidos por el BCE.

Con respecto al primer componente, el saldo al cierre del ejercicio de las transferencias realizadas a través de TARGET2 es acreedor, ascendiendo a 41.135,02 millones, mientras que las cuentas de corresponsalía presentan un saldo deudor de 0,31 millones. La remuneración de la posición acreedora del BCE frente al Banco de España se calcula en base diaria y aplicando el tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema.

El segundo componente, posición frente al BCE por la aportación y asignación anual de los ingresos monetarios entre los bancos centrales nacionales del Eurosistema, refleja un saldo deudor de 7,13 millones de euros a fin de ejercicio (véase «Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios» en la nota 8 a la cuenta de resultados).

Finalmente, por lo que se refiere a la posición frente al BCE relacionada con el reparto de los ingresos correspondientes al señoreaje de los billetes en euros emitidos por los BCN en nombre del BCE, tras la aprobación de la Decisión del Banco Central Europeo de 17 de noviembre de 2005, sobre la distribución entre los BCN de los Estados miembros participantes de los ingresos del Banco Central Europeo por billetes en euros en circulación (BCE/2005/11), el BCE distribuye los ingresos por billetes en euros en circulación obtenidos cada año el segundo día hábil del ejercicio siguiente, pudiendo el Consejo de Gobierno del BCE 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). En este ejercicio, el Consejo ha acordado repartir en su totalidad entre los bancos centrales del Eurosistema, de acuerdo con sus respectivas claves, los ingresos relacionados con el señoreaje de sus billetes, correspondiendo al Banco de España un importe de 93,66 millones, registrando este componente un saldo deudor por dicho importe.

24 PARTIDAS EN CURSO
DE LIQUIDACIÓN

Recoge diversas partidas que a 31 de diciembre de 2009 se encuentran en curso de liquidación, tales como órdenes de transferencia pendientes de ejecución o transferencias expedidas a entidades de depósito pendientes de reembolso.

De los 103,69 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica al cierre del ejercicio 2009, 56,16 corresponden a transferencias enviadas a entidades a través del Sistema Nacional de Compensación Electrónica pendientes de abono al cierre del ejercicio y que se liquidan al siguiente día hábil, y 45,98 millones corresponden a transferencias cuyas dependencias beneficiarias se encuentran, el último día del ejercicio, en fiesta local o en las que, por cualquier otra causa, no se ha podido realizar su tratamiento en el día.

La disminución de esta rúbrica respecto al ejercicio anterior es de 142,95 millones y se debe principalmente a la reducción experimentada en las transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio (158,71 millones).

25 DIFERENCIAS POR
VALORACIÓN DE PARTIDAS
DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta acreedora por operaciones a plazo y *swaps* con divisas, valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es deudora, como ocurrió en 2008, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «11.3» del activo. Su saldo acreedor al final del presente ejercicio, de 79,67 millones de euros, es el valor neto de las operaciones a plazo y *swaps* vivas en ese momento que se muestran a continuación:

Operación	Posición	Clase de moneda	2009		2008	
			Importe en divisas (millones)	Cambio de mercado	Contravalor en millones de euros	Contravalor en millones de euros
SWAP	DEUDORA	EUR	170,00	1,0000	170,00	9.585,89
		CHF	233,43	1,4836	157,34	671,96
	ACREEDORA	EUR	170,00	1,0000	170,00	743,00
		CHF	233,43	1,4836	157,34	671,96
		USD	—	—	—	8.222,03
PLAZO	DEUDORA	EUR	2.627,54	1,0000	2.627,54	—
	ACREEDORA	USD	3.900,00	1,4406	2.707,21	—
POSICIÓN NETA					79,67	-620,86

En 2008, el saldo a fin de ejercicio correspondía en su totalidad a las operaciones *swaps* realizadas en el marco de las operaciones excepcionales de inyección de liquidez en divisas. En virtud de los acuerdos firmados, tanto la Reserva Federal como el Banco Nacional de Sui-

za proporcionaron, respectivamente, dólares USA y francos suizos al BCE mediante *swaps* contra euros. Simultáneamente, el BCE realizó *swaps* con los bancos centrales nacionales del Eurosistema, que utilizaron esos fondos para hacer frente a las necesidades de liquidez de las entidades del Eurosistema, tanto en forma de *swaps* como en forma de operaciones *repo* (véase nota 4 del activo). A lo largo de 2009, ante las menores necesidades de liquidez presentadas por las entidades del Eurosistema, el volumen de estas operaciones ha ido disminuyendo, no existiendo a fin de año ninguna operación viva en dólares USA, ascendiendo las de francos suizos a 170 millones de euros.

Como hecho posterior al cierre del balance, hay que mencionar que el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido, 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 durante el ejercicio 2009.

Por otro lado, a fin de 2009 hay operaciones de venta a plazo de dólares USA pendientes de ejecución por importe de 3.900 millones de dólares.

26 CUENTAS DE
PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO
E INGRESOS ANTICIPADOS

Este epígrafe recoge los intereses y gastos a pagar no vencidos y los ingresos anticipados.

A 31 de diciembre de 2009, su saldo asciende a 69,06 millones de euros, siendo la partida más significativa la de intereses a pagar no vencidos (61,94 millones de euros). La disminución experimentada por esta partida en 2009 (149,91 millones) es consecuencia, esencialmente, de que los intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con el ajuste de billetes en circulación no presentan saldo a 31 de diciembre de 2009 (67,75 millones en 2008), ya que, como se ha señalado en la nota 10.c, estas cuentas han pasado a ser un activo remunerado. Asimismo, los intereses devengados correspondientes a la remuneración de las reservas mínimas, los devengados por las cuentas intra-Eurosistema por operaciones TARGET2 y los devengados sobre las cuentas de la Seguridad Social se han reducido con respecto a 2008. Por su parte, la reducción de los intereses a pagar en divisas (17,62 millones) está relacionada, básicamente, con la fuerte disminución registrada en las operaciones *swap* excepcionales de inyección de liquidez en divisas pendientes de vencimiento a fin de ejercicio. Estas disminuciones se compensan, en parte, por los intereses a pagar por la remuneración de las cuentas del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, creadas en 2009 (7,65 millones).

27 OTROS PASIVOS.—DIVERSOS

Recoge otras cuentas pasivas que no tienen cabida en los apartados anteriores.

A 31 de diciembre de 2009, su saldo era de 227,19 millones (44,22 millones menos que en 2008), siendo la partida más relevante de este epígrafe la correspondiente a «Mutualidad de empleados del Banco de España.—Aportaciones a pagar» (119,47 millones). Su variación más significativa está relacionada con la reducción en 42,31 millones en dicha deuda con la Mutualidad de Empleados.

28 PROVISIONES

Excepto las provisiones para cobertura del riesgo-país, que se presentan en balance minorando el valor de los activos correspondientes, el resto se registra en la presente rúbrica, con el detalle siguiente:

En millones de euros			
	2009	2008	Variación
Para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés	3.808,71	3.103,92	704,79
Para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	734,01	967,75	-233,74
Para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria del Eurosistema	434,49	621,35	-186,86
Para la cobertura del riesgo de crédito	168,91	—	168,91
Para la cobertura del riesgo operacional patrimonial	22,86	—	22,86
Para el canje de billetes de peseta retirados	17,70	37,13	-19,42
Para pagos a prejubilados y jubilados	33,05	39,05	-6,00
Para socorro por fallecimiento y jubilación	72,47	70,26	2,22
Para riesgos y gastos diversos	19,84	8,21	11,62
TOTAL	5.312,04	4.847,66	464,38

Provisión para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo 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 2009 asciende a 3.808,71 millones de euros, 704,79 millones más que en 2008 (véase nota 5 a 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 de 30 de diciembre de 2009 ajustó de acuerdo con las nuevas condiciones del mercado, entre otros aspectos, la base de cálculo, así como los porcentajes de cobertura que se deben aplicar para riesgos tanto por tipo de cambio como por tipo de interés de cada una de las carteras. Por lo que se refiere al tipo de cambio, acordó que el importe de la cobertura alcanzara la totalidad del valor en riesgo de las divisas USD y DEG. En relación con el riesgo de tipo de interés, acordó una cobertura total del valor en riesgo de la cartera de negociación y de política monetaria, y una cobertura equivalente al 10% para la cartera de vencimiento.

Provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares

El acuerdo firmado en 2007 con la Administración General del Estado por el que el Tesoro puede solicitar la amortización anticipada de una parte o de la totalidad de dichos créditos, abonando el efectivo correspondiente a su valor de mercado en lugar de su valor nominal, llevó a que en dicho ejercicio se creara una provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de los créditos singulares, con objeto de cubrir las pérdidas eventuales que pondría de manifiesto la amortización anticipada de los mencionados créditos (recogidos en el epígrafe 8 del activo; véase nota 9), determinándose su saldo por diferencia entre el valor nominal y el valor actual de mercado de los mismos. A 31 de diciembre de 2009, su saldo ascendía a 734,01 millones de euros, con una disminución de 233,74 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 millones de euros para cubrir los riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria (véanse estas operaciones en la nota 6 al 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 4 de febrero de 2010, ha revisado la adecuación del volumen de esta provisión con efectos a 31 de diciembre de 2009 y ha decidido reducirla de 5.736 a 4.011 millones de euros. Como consecuencia de ello, al Banco de España le corresponde una provisión de 434,49 millones, por lo cual se ha liberado parte de la misma por valor de 186,86 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 ha aprobado 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. Utilizando dicha metodología, se ha procedido a dotar una provisión por este concepto de 168,91 millones de euros.

Asimismo, en este ejercicio 2009 la Comisión Ejecutiva ha aprobado una metodología de cálculo del riesgo operacional patrimonial, que debe ser revisada anualmente, para la creación de una provisión para cubrir las pérdidas eventuales por riesgo operacional. Como consecuencia de este análisis, se ha dotado una provisión de 22,86 millones de euros

Otras provisiones

En este ejercicio han tenido lugar disminuciones tanto en la provisión dotada para atender el canje de los billetes de peseta retirados de la circulación (19,42 millones) como en la provisión para pagos a prejubilados y jubilados (6 millones), como consecuencia de la aplicación de las mismas a su finalidad.

29 CUENTAS DE REVALORIZACIÓN

Esta rúbrica incluye las revalorizaciones procedentes de plusvalías no realizadas en activos y pasivos financieros valorados a precios y tipos de cambio de mercado a fin de año. Su detalle es el siguiente:

En millones de euros			
Clase de cuenta	2009	2008	Variación
Oro	6.087,88	4.776,85	1.311,03
Divisas	0,25	44,94	-44,69
Valores (cartera de negociación)	911,31	969,98	-58,67
<i>Emitidos en moneda extranjera por no residentes en la zona del euro</i>	34,67	143,85	-109,18
<i>Emitidos en euros por no residentes en la zona del euro</i>	2,85	2,93	-0,08
<i>Emitidos en euros por residentes en la zona del euro</i>	873,79	823,20	50,59
Otros	20,72	19,74	0,99
TOTAL	7.020,16	5.811,51	1.208,66

Las cuentas de revalorización presentan un saldo a fin de 2009 de 7.020,16 millones de euros, con un aumento de 1.208,66 millones respecto a 2008. La variación más importante ha tenido lugar en el oro, cuyas plusvalías no realizadas aumentaron 1.311,03 millones como consecuencia del au-

mento de su precio de mercado (ha pasado de 621,54 euros el 31 de diciembre de 2008 a 766,35 euros por onza el 31 de diciembre de 2009). Su saldo a 31 de diciembre es de 6.087,88 millones.

En relación con los valores de renta fija de la cartera de negociación, se ha producido una reducción en las plusvalías no realizadas correspondiente a los valores emitidos en moneda extranjera por no residentes en la zona del euro (109,18 millones), fruto de la variación del precio de los mismos debido a la evolución de los tipos de interés. Esta disminución ha sido compensada, en parte, por el incremento registrado en los valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro (50,59 millones).

Por lo que respecta a las cuentas de revalorización por tipo de cambio de las divisas, las plusvalías no realizadas disminuyeron 44,69 millones, debido, fundamentalmente, a la depreciación del tipo de cambio del dólar USA frente al euro.

30 CAPITAL

A 31 de diciembre de 2009, 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. Dicha ampliación es consecuencia de la aprobación por parte del Consejo de Ministros, en su sesión del 28 de julio de 2006, de la propuesta efectuada por el Consejo de Gobierno del Banco de España, en aplicación de la Ley 192/1964, de que una parte de los beneficios de 2005, que fueron retenidos al amparo del acuerdo del Consejo de Ministros de 29 de julio de 2005 y del Real Decreto 1198/2005, sobre el régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España, se destinara a incrementar el capital del Banco dentro de los límites autorizados por la disposición adicional trigésima octava de la Ley 30/2005, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 2006, es decir, hasta alcanzar el capital del Banco de España la cifra de 1.000 millones de euros.

31 RESERVAS

A 31 de diciembre de 2009, las reservas del Banco de España ascienden a 1.000 millones de euros, sin variación en el ejercicio. 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, respectivamente, por el Consejo de Ministros el 28 de julio de 2006 (496,83 millones) y el 29 de junio de 2007 (500 millones), en aplicación de las disposiciones citadas en la nota anterior.

32 BENEFICIO DEL EJERCICIO

El beneficio neto del ejercicio 2009, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (27 millones de euros), ha ascendido a 2.673,18 millones de euros, superior en un 27,9% al de 2008. Del citado importe, 1.706,67 millones fueron ingresados en el Tesoro el 1 de diciembre de 2009, de conformidad con lo dispuesto en el Real Decreto 2059/2008, de 12 de diciembre.

A lo largo del ejercicio, también se ingresaron en el Tesoro las cantidades que se citan, correspondientes a los beneficios de 2008:

- a) El día 2 de marzo de 2009, 827,35 millones de euros, para alcanzar, junto con el ingreso realizado en diciembre de 2008, el 90% de los beneficios de dicho año, que ascendieron a 2.090,19 millones de euros.
- b) El día 13 de agosto de 2009, una vez aprobados por el Consejo de Ministros el balance y la cuenta de resultados del año 2008, 209,02 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2009 y las causas de su variación frente a los de 2008 figuran en el apartado 3.3 siguiente, relativo a la cuenta de resultados.

3.3 Notas explicativas a la cuenta de resultados

1 INGRESOS POR INTERESES

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 y porcentaje

	Ingresos por intereses			Inversión media 2009	Rentabilidad media 2009
	2009	2008	Variación		
MONEDA EXTRANJERA	305,63	447,24	-141,62	10.135,36	3,0
Valores	255,82	278,83	-23,00	7.627,85	3,3
Depósitos y otros activos	18,33	98,68	-80,35	2.507,51	0,7
Operaciones excepcionales de inyección de liquidez	31,48	69,73	-38,26	—	—
EUROS	4.364,23	5.760,02	-1.395,79	171.070,37	2,5
Valores	2.945,21	3.071,12	-125,91	80.815,16	3,6
Operaciones de política monetaria	1.280,53	2.529,06	-1.248,53	80.937,90	1,6
Cuentas intra-Eurosistema	104,18	157,60	-53,42	9.317,31	1,1
Activo contrapartida de las reservas transferidas al BCE	52,72	151,70	-98,98	4.783,65	1,1
Activos relacionados con la asignación de billetes	51,46	—	51,46	4.533,66	1,1
Saldo neto deudor de otras cuentas intra-Eurosistema	—	5,91	-5,90	—	—
Otros activos	34,30	2,24	32,07	—	—
TOTAL	4.669,85	6.207,26	-1.537,41	181.205,73	2,5

Los ingresos por intereses han experimentado una disminución de 1.537,41 millones en el ejercicio 2009 respecto a 2008. La mencionada reducción es resultado de la disminución de los intereses devengados tanto por las inversiones en euros (1.395,79 millones de euros) como por las inversiones en moneda extranjera (141,62 millones).

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera (305,63 millones de euros), 255,82 millones proceden de los valores de renta fija en dólares USA, 31,48 millones de operaciones excepcionales de inyección de liquidez (las cuales han generado gastos por el mismo importe) y 18,33 millones de depósitos y otros activos. Los intereses de la mencionada cartera en dólares han disminuido en 23 millones de euros, debido fundamentalmente a la menor rentabilidad media obtenida (ha pasado del 4,2% en 2008 al 3,3% en 2009). También han sido inferiores al ejercicio anterior los correspondientes a depósitos y otros activos en 80,35 millones; prácticamente, la mitad de esta disminución (41,62 millones de euros) se corresponde con ingresos por intereses de operaciones *swap* en 2008, frente a la ausencia de los mismos en 2009. En conjunto, la rentabilidad media de la inversión en moneda extranjera ha sido del 3%, frente al 3,1% en 2008.

Los ingresos por intereses en euros (4.364,23 millones) proceden, fundamentalmente, de las carteras de valores (2.945,21 millones, con una reducción de 125,91 millones), las operaciones de política monetaria (1.280,53 millones, con una fuerte disminución de 1.248,53 millones) y las cuentas intra-Eurosistema (104,18 millones, 53,42 menos que el ejercicio anterior).

Respecto a la variación experimentada frente al ejercicio anterior, la causa principal que explica la disminución de los ingresos en euros en 1.395,79 millones es la menor rentabilidad

media obtenida este ejercicio (ha pasado del 4,1% en 2008 al 2,5% en 2009), en consonancia con la evolución mostrada por el tipo de intervención del BCE. Puede destacarse, asimismo, que las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con la asignación de billetes, que en 2008 generaron unos gastos por intereses de 510,19 millones, desde el 1 de enero de 2009, y debido al aumento de la clave de participación del Banco de España en el Eurosistema, han pasado a ser un activo remunerado, contabilizándose 51,46 millones por este concepto.

Si se analiza la inversión media realizada, destaca el importante aumento registrado en las operaciones de política monetaria (80.937,90 millones en 2009, frente a 56.946,04 millones en 2008), que ha sido consecuencia, por un lado, de las mayores necesidades de financiación del sistema bancario y, por otro, de la sustitución, en gran medida, del recurso a la financiación exterior (a través de TARGET2) por préstamos de política monetaria, como consecuencia en ambos casos de las turbulencias financieras a las que se ha visto sometido el mercado interbancario.

2 GASTOS POR INTERESES

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación, con el detalle siguiente:

En millones de euros y porcentaje					
	Gastos por intereses			Financiación media 2009	Coste medio 2009
	2009	2008	Variación		
MONEDA EXTRANJERA	35,19	81,57	-46,38	1.287,46	
Operaciones swap, a plazo y otras	—	1,75	-1,75		
Operaciones excepcionales de inyección de liquidez	31,48	69,73	-38,26		
Otros pasivos	3,72	10,08	-6,37	1.287,46	0,3
EUROS	970,10	2.792,28	-1.822,19	87.617,81	1,1
Remuneración de las reservas mínimas	333,08	975,33	-642,25	26.052,70	1,3
Facilidad de depósito	59,06	192,70	-133,64	7.535,94	0,8
Depósitos a plazo fijo	5,32	40,40	-35,08	475,06	1,1
Depósitos de Administraciones Públicas	147,96	606,46	-458,50	20.039,53	0,7
Cuentas intra-Eurosistema. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes	—	510,19	-510,19	—	
Saldo neto acreedor de otras cuentas intra-Eurosistema	422,02	457,24	-35,22	33.514,58	1,2
Otros pasivos en euros	2,65	9,96	-7,31		
TOTAL	1.005,29	2.873,86	-1.868,57	88.905,27	1,1

Los gastos por intereses han disminuido en 1.868,57 millones de euros en 2009, de los cuales 1.822,19 millones corresponden a pasivos en euros y 46,38 a pasivos en moneda extranjera.

De los gastos por intereses en euros (970,10 millones de euros), 422,02 millones corresponden a la remuneración de otras cuentas intra-Eurosistema, 333,08 millones a la remuneración de las reservas mínimas, 147,96 millones a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas y el resto a la remuneración de la facilidad de depósito, depósitos a plazo fijo (operaciones de ajuste) y otros pasivos en euros.

La fuerte disminución registrada en los gastos en euros (1.822,19 millones de euros) ha sido consecuencia, fundamentalmente, del menor coste medio al que se han remunerado los pasivos, que ha pasado del 3,8% en 2008 al 1,1% en 2009, compensado en parte por el mayor saldo medio que se ha de remunerar, que ha pasado de 71.555,45 millones de euros en 2008 a 87.617,81 millones en 2009.

Como se ha señalado en el apartado anterior, las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con la asignación de billetes no han generado gastos en 2009 (510,19 millones en 2008), sino ingresos.

Respecto al saldo neto acreedor de otras cuentas intra-Eurosistema (TARGET2), y a pesar de que su saldo medio ha aumentado considerablemente respecto a 2008, pasando de 11.314,72 millones a 33.514,58 millones en 2009, debido a la sustitución antes comentada de esta financiación por operaciones de política monetaria, los gastos devengados han disminuido en 35,22 millones, debido a la evolución del coste medio mencionada anteriormente.

Por su parte, de los gastos por intereses en moneda extranjera (35,19 millones de euros), 31,48 millones corresponden a operaciones excepcionales de inyección de liquidez (se han registrado ingresos por el mismo importe) y 3,72 millones de euros a otros pasivos de menor importancia.

3 GANANCIAS/PÉRDIDAS
REALIZADAS PROCEDENTES
DE OPERACIONES FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio 2009 las ganancias netas por este concepto han ascendido a 108,54 millones de euros, procedentes de las siguientes fuentes:

En millones de euros			
	2009	2008	Variación
MONEDA EXTRANJERA	-120,27	73,97	-194,24
Venta de oro	0,00	0,04	-0,04
Venta de divisas (por tipo de cambio)	-169,57	-0,91	-168,66
Venta de valores (por precio)	49,53	78,29	-28,76
Otras ganancias/pérdidas	-0,23	-3,45	3,22
EUROS	228,81	34,65	194,16
Venta de valores (por precio)	228,81	34,65	194,16
TOTAL	108,54	108,62	-0,08

Con respecto al ejercicio anterior, el importe total registrado en 2009 ha disminuido en 0,08 millones de euros, debido a las mayores pérdidas en venta de divisas, fundamentalmente en dólares USA (165,84 millones) y DEG (3,79 millones) y a las menores ganancias obtenidas en venta de valores de renta fija de la cartera de negociación denominados en dólares USA (28,76 millones), compensadas casi en su totalidad por las mayores ganancias en venta de valores denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro (194,16 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

	2009	2008	Variación
MONEDA EXTRANJERA	179,01	0,25	178,76
En divisas (por tipo de cambio)	175,57	0,19	175,38
En valores (por precio)	3,44	0,06	3,37
EUROS	14,11	15,88	-1,77
En valores (por precio)	14,11	15,88	-1,77
TOTAL	193,12	16,13	176,99

Las minusvalías no realizadas registradas en el ejercicio 2009 han ascendido a 193,12 millones de euros, de las que la práctica totalidad (179,01 millones) corresponde a las inversiones en moneda extranjera. Con respecto a 2008, las minusvalías no realizadas en moneda extranjera han aumentado en 178,76 millones de euros, debido fundamentalmente a las mayores pérdidas no realizadas por tipo de cambio en divisas, en concreto en dólares USA (162,72 millones de euros) y en DEG (12,67 millones), y a las minusvalías no realizadas en valores de renta fija denominados en dólares USA, con un incremento de 3,37 millones. Por su parte, las minusvalías no realizadas en valores denominados en euros emitidos por residentes en la zona del euro han disminuido en 1,77 millones.

5 DOTACIONES Y EXCESOS
DE PROVISIÓN POR RIESGOS DE
TIPO DE CAMBIO, PRECIO
Y CRÉDITO

En millones de euros

Descripción	2009	2008	Variación
Dotación de provisión	-1.066,82	-698,11	-368,71
<i>Riesgo de tipo de cambio y de tipo de interés</i>	<i>-897,91</i>	<i>-698,11</i>	<i>-199,80</i>
<i>Riesgo de crédito</i>	<i>-168,91</i>	<i>—</i>	<i>-168,91</i>
Aplicación de provisión por riesgo de tipo de cambio y de tipo de interés	193,12	16,13	176,99
Exceso de provisión para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	185,56	361,98	-176,43
TOTAL	-688,14	-319,99	-368,16

Recoge, por un lado, la aplicación a su finalidad por 193,12 millones de euros de la provisión por riesgos de tipo de cambio y de tipo de interés para cubrir las minusvalías registradas a fin de 2009 y, por otro lado, la dotación a la misma de 897,91 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 5 de febrero de 2010.

Por otro lado, y por primera vez en este ejercicio, incluye también la dotación a la provisión acordada por la Comisión Ejecutiva para la cobertura de riesgo de crédito, que asciende a 168,91 millones de euros.

Por último, respecto a las dotaciones para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares, este epígrafe presenta en 2009 una variación negativa de 176,43 millones respecto a 2008, debido a que en este ejercicio se han recuperado 185,56 millones derivados del ajuste de las variaciones del valor de mercado de dichos activos, frente a los 361,98 millones que se recuperaron en 2008.

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

	2009	2008	Variación
1 Ingresos por honorarios y comisiones	23,77	23,33	0,45
<i>Operaciones exteriores</i>	0,02	0,09	-0,07
<i>Operaciones interiores</i>	23,76	23,24	0,52
2 Gastos por honorarios y comisiones	13,20	11,04	2,16
<i>Operaciones exteriores</i>	2,96	3,02	-0,05
<i>Operaciones interiores</i>	10,24	8,02	2,22
INGRESOS NETOS POR HONORARIOS Y COMISIONES (1 – 2)	10,57	12,29	-1,72

Los ingresos netos por honorarios y comisiones registrados en 2009 (10,57 millones de euros) han sido inferiores a los registrados en 2008 en 1,72 millones de euros. Esta variación está relacionada, básicamente, con el hecho de que a mediados de 2008 tuvo lugar la incorporación del Banco de España a la plataforma compartida única de TARGET2, y su puesta en funcionamiento supuso un cambio en las comisiones cobradas a los usuarios y en la operativa del sistema: los bancos centrales ponen en común las cantidades que previamente han percibido de los participantes directos y sistemas vinculados (que se registran, por tanto, como ingresos y como gastos), procediéndose trimestralmente a su redistribución de acuerdo con su clave de participación en el sistema.

7 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Esta rúbrica incluye la participación del Banco de España en los beneficios del BCE, así como los dividendos procedentes de otras acciones y participaciones.

En 2009, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido distribuir la totalidad de los ingresos correspondientes al señoreaje de sus billetes entre los BCN del Eurosistema en proporción a sus claves, correspondiendo al Banco de España un importe de 93,66 millones. También se ha cobrado el dividendo ordinario del BCE correspondiente a 2008, por un importe de 12,63 millones. En esta rúbrica se recogen también 8,86 millones de los dividendos por la participación en Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA (BME), y 2,79 millones de la participación en organismos internacionales (Banco de Pagos Internacionales). Con respecto al ejercicio anterior, el importe registrado en 2009 ha disminuido en 26,77 millones de euros, básicamente por el menor dividendo por el señoreaje de los billetes del BCE cobrado en 2009 (con una reducción de 36,95 millones de euros respecto a 2008), compensado parcialmente por la ausencia de distribución de dividendo ordinario por el BCE en 2008.

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. 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 varios ejercicios:

En millones de euros			
Descripción	2009	2008	Variación
Ingresos monetarios puestos en común	-1.349,81	-3.044,72	1.694,92
Ingresos monetarios asignados	1.356,94	2.981,51	-1.624,57
Dotación a la provisión por operaciones de política monetaria y pérdidas del BCE	186,86	-621,35	808,21
TOTAL	193,99	-684,56	878,55

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 2009, que ascienden a 1.349,81 millones de euros, y los asignados, que ascienden a 1.358,43 millones de euros, equivale a una asignación neta de 8,62 millones de euros. De dicha asignación neta hay que deducir 1,49 millones por la participación del Banco de España en las pérdidas realizadas en operaciones de política monetaria del Eurosistema por gastos de servicios profesionales de expertos independientes. En comparación con 2008, se ha producido una variación neta positiva de estos resultados de 70,35 millones de euros.

Además, y por lo que respecta a la provisión para cubrir riesgos de contraparte en la instrumentación de las operaciones de política monetaria del Eurosistema, el Consejo de Gobierno del BCE ha aprobado, con fecha 4 de febrero 2010, los importes correspondientes a cada BCN. De acuerdo con ello, el Banco de España ha procedido a liberar parte de la provisión constituida el ejercicio anterior (186,86 millones, de un total de 621,35), lo que ha supuesto una variación del resultado de 808,21 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			
Descripción	2009	2008	Variación
Resultados extraordinarios	2,36	16,76	-14,40
Mutualidad de Empleados	-17,80	-21,99	4,19
Diversos	2,51	0,88	1,63
TOTAL	-12,93	-4,35	-8,58

Como puede observarse, este epígrafe ha registrado un mayor quebranto neto de 8,58 millones de euros frente al ejercicio anterior, consecuencia fundamentalmente de los menores resultados extraordinarios derivados del ajuste en la distribución de gastos en el programa de

ayuda *Special Contingency Account (SCA)*-1 Liberia del FMI, realizado en 2008 (11,26 millones de euros).

10 GASTOS DE PERSONAL

Esta rúbrica incluye los conceptos de haberes y emolumentos, aportaciones al Plan de Pensiones, así como las cotizaciones y beneficios sociales.

Por componentes, su variación es la que se muestra a continuación:

En millones de euros y porcentaje				
	2009	2008	Variación	%
Gastos brutos de personal	233,04	224,32	8,72	3,9
<i>Haberes y emolumentos</i>	177,84	169,77	8,07	4,8
<i>Cuotas seguros sociales</i>	32,09	31,38	0,71	2,3
<i>Acción social</i>	17,05	17,64	-0,59	-3,3
<i>Plan de Pensiones</i>	6,05	5,53	0,52	9,5
Recuperación de gastos de personal por activación de aplicaciones informáticas	-2,07	-0,69	-1,39	202,5
TOTAL	230,96	223,63	7,33	3,3

Su importe ha pasado de 223,63 millones de euros en 2008 a 230,96 millones en 2009, con un incremento de 7,33 millones de euros (3,3%), como consecuencia de: a) mejoras económicas recogidas en el Convenio Colectivo para 2009, que se estiman en 5,08 millones de euros (2,3%); b) los mayores gastos en contrataciones temporales (1,67 millones), donde incidieron los relacionados con desarrollos de proyectos para el Eurosistema, y c) una serie de factores de muy diversa índole (incrementos por antigüedad, deslizamientos por promociones, incrementos en las cotizaciones sociales, ingresos a cuenta por retribuciones en especie, asistencia médico-farmacéutica, etc.).

En el cuadro siguiente se detalla la evolución de la plantilla y del personal contratado, en términos del número medio de empleados:

	2009	2008	Variación	%
NÚMERO MEDIO DE PERSONAS EMPLEADAS	2.745,8	2.772,2	18,7	0,7
1 Plantilla fija	2.570,9	2.588,1	-17,2	-0,7
<i>Grupo directivo</i>	1.476,2	1.464,1	12,1	0,8
<i>Grupo administrativo</i>	886,3	910,6	-24,3	-2,7
<i>Resto</i>	208,4	213,4	-5,0	-2,3
2 Personal contratado	174,9	139,1	35,8	25,8
<i>Grupo directivo</i>	107,8	75,5	32,3	42,7
<i>Grupo administrativo</i>	59,8	52,7	7,1	13,4
<i>Resto</i>	7,4	10,9	-3,5	-32,1

Al 31 de diciembre de 2009, la plantilla total del Banco ascendía a 2.727 empleados, con un descenso de cuatro efectivos respecto a la misma fecha del año anterior, como consecuencia del menor número de empleados fijos (ha pasado de 2.589 empleados a 31 de diciembre de 2008 a 2.545 a 31 de diciembre de 2009), compensado en parte por un importante aumento en el número de contrataciones temporales, por los motivos comentados anteriormente. En cuanto a la composición de la plantilla por sexos, hay que destacar el aumento del número de

mujeres en 28 efectivos, lo que, junto con la disminución del número de hombres en 32, hace que el porcentaje de mujeres alcance el 38% del total de la plantilla del Banco.

11 GASTOS EN BIENES Y SERVICIOS

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como de servicios diversos recibidos durante el ejercicio, según el siguiente detalle:

En millones de euros y porcentaje				
Descripción	2009	2008	Variación	%
Gastos brutos en bienes y servicios	123,81	135,90	-12,09	-8,9
<i>Alquileres y mantenimientos</i>	32,32	34,75	-2,43	-7,0
<i>Materiales y suministros</i>	10,97	10,80	0,17	1,6
<i>Servicios externos</i>	64,08	74,05	-9,97	-13,5
<i>Formación, promoción y selección</i>	3,20	3,36	-0,16	-4,8
<i>Gastos diversos de funcionamiento</i>	13,23	12,94	0,29	2,3
Recuperación de gastos en bienes y servicios por activación de aplicaciones informáticas	-2,30	-3,10	0,80	-25,8
TOTAL	121,51	132,80	-11,29	-8,5

Como puede observarse en el cuadro anterior, en 2009 los gastos más relevantes han sido los de servicios externos (64,08 millones de euros), principalmente por la contratación de servicios informáticos (39,18 millones de euros), y los de alquileres y mantenimientos (32,32 millones), cuyas partidas más importantes han sido alquiler y mantenimiento de equipos y programas informáticos (14,37 millones), y alquiler y mantenimiento de inmuebles (13,09 millones).

En 2009 se han registrado unos menores gastos en bienes y servicios (11,29 millones de euros), a pesar de la actualización de los precios de los contratos en vigor. Este descenso está motivado por la disminución de los gastos en servicios externos (9,97 millones), fundamentalmente por el menor gasto en contratación de servicios informáticos (11,35 millones), y en alquileres y mantenimientos (2,43 millones).

Dentro de «Servicios externos» se incluyen 137.636,34 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos, Deloitte, SL, por la realización, en 2009, 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. Durante el ejercicio no se han recibido servicios ni satisfecho cantidad alguna de/a otras empresas del grupo.

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

	2009	2008	Variación	%
Amortización de edificios, construcciones y de obras de remodelación	2,27	2,21	0,06	2,8
Amortización de instalaciones	7,25	5,63	1,62	28,8
Amortización de mobiliario y enseres	1,94	1,75	0,20	11,2
Amortización de máquinas de oficina no informáticas	1,79	1,44	0,35	24,0
Amortización de equipos para procesos de información	5,31	6,23	-0,92	-14,8
Amortización de elementos de transporte	0,83	0,92	-0,09	-9,6
Amortización de otro inmovilizado material	0,26	0,29	-0,03	-10,7
Amortización del fondo bibliográfico	0,51	0,50	0,02	3,5
Amortización del inmovilizado inmaterial	5,42	4,40	1,02	23,2
TOTAL	25,58	23,35	2,23	9,5

13 COSTES DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Su importe (71,45 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. El aumento respecto al ejercicio anterior (6,37 millones de euros) se ha debido a que en 2009, a pesar de no haber adquirido billetes de 5€ y del descenso en el volumen comprado de billetes de 20€, ha aumentado considerablemente el número de billetes de 50€ adquiridos a la FNMT, con un mayor coste por unidad. Todo ello ha sido compensado parcialmente por la reducción del precio unitario de los billetes comprados por el Banco en este ejercicio.

14 DOTACIONES Y APLICACIONES A OTROS FONDOS Y PROVISIONES

El saldo neto de la dotación y aplicación a otros fondos y provisiones en 2009 ha ascendido a 75,89 millones de euros, frente a 36,65 millones en 2008. Esta variación (39,24 millones) se deriva, fundamentalmente, de la creación en 2009, por acuerdo de la Comisión Ejecutiva, de una provisión para la cobertura del riesgo operacional patrimonial, cuya dotación ha ascendido a 22,86 millones de euros, así como de la mayor dotación efectuada a la provisión para riesgos y gastos diversos, por 17,61 millones, correspondientes en su mayor parte a litigios en curso. También ha aumentado la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (27 millones en 2009, frente a 21,11 millones en 2008). Estos mayores gastos se han visto compensados, en parte, por la menor dotación efectuada en 2009 a la provisión para socorros por fallecimiento y jubilación a los que se refiere el artículo 190 del RTBE (11,79 millones).

El Banco de España, por la naturaleza de las funciones que desarrolla, no es una empresa con alto riesgo medioambiental. Por ello, durante el ejercicio no se ha considerado necesario registrar ninguna dotación para riesgos y cargas de carácter medioambiental.

15 BENEFICIO DEL EJERCICIO

De acuerdo con el artículo 1.1.b) del Real Decreto 2059/2008, de 12 de diciembre, el Banco de España debe ingresar al Tesoro, el primer día hábil del mes de marzo de 2010, 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.

Según lo establecido en el citado Real Decreto, el 1 de diciembre de 2009 se anticipó al Tesoro el 70% de los beneficios contabilizados a 30 de septiembre, por un importe de 1.706,67 millones de euros.

Una vez cerrado el ejercicio, teniendo en cuenta que el beneficio provisional asciende a 2.673,18 millones de euros y que el 90% de los beneficios supone 2.405,86 millones de

euros, el ingreso que se efectuó al Tesoro el 1 de marzo de 2010 ascendió a 699,19 millones de euros.

A continuación se detallan las entregas al Tesoro Público correspondientes a los beneficios de 2009:

En millones de euros	
1 Beneficios totales del ejercicio 2009	2.673,18
2 Ingresos efectuados al Tesoro Público	2.405,86
<i>El 1.12.2009, por el 70% de los beneficios a 30.9.2009</i>	1.706,67
<i>El 1.3.2010, por la diferencia con el importe anterior, para alcanzar el 90% de los beneficios a 31.12.2009</i>	699,19
3 Beneficios pendientes de ingreso en el Tesoro Público	267,32
<i>Cuando se aprueben las cuentas de 2009</i>	267,32

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 2009	1.000,00	1.000,00	5.811,51	1.036,37	4.847,66	13.695,54
1 PLUSVALÍAS NETAS NO RECONOCIDAS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS			1.208,66			1.208,66
En oro			1.311,03			1.311,03
En divisas			-44,69			-44,69
En valores			-58,67			-58,67
Otras			0,99			0,99
2 RESULTADO NETO DEL EJERCICIO 2009				2.673,18		2.673,18
3 VARIACIÓN DE LAS PROVISIONES					464,38	464,38
4 APLICACIÓN DE RESULTADOS				-2.743,04		-2.743,04
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2008				-1.036,37		-1.036,37
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2009				-1.706,67		-1.706,67
B) CAMBIOS OCURRIDOS EN EL EJERCICIO						
B = 1 + 2 + 3 + 4	—	—	1.208,66	-69,86	464,38	1.603,18
C) SALDOS AL FINAL DEL EJERCICIO 2009						
C = A + B	1.000,00	1.000,00	7.020,16	966,51	5.312,04	15.298,72

Las variaciones reflejadas en este cuadro ya se han explicado en las notas al balance y a la cuenta de resultados que hacen referencia a las provisiones (nota 28 al balance), cuentas de revalorización (nota 29 al balance), capital (nota 30 al balance), reservas (nota 31 al balance) y beneficio del ejercicio (nota 32 al balance y nota 15 a la cuenta de resultados).

4 Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994

4.1 Aportaciones efectuadas por el Banco a los Fondos de Garantía de Depósitos

La aportación del Banco de España a los Fondos de Garantía de Depósitos está regulada por el artículo 3 del Real Decreto 18/1982, según redacción dada por la disposición adicional séptima del Real Decreto Ley 12/1995, de 28 de diciembre, y por el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, que desarrolla el régimen jurídico de los citados Fondos.

El mencionado Real Decreto Ley estableció que los Fondos de Garantía de Depósitos, solo excepcionalmente, «podrán nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2009, el Banco de España no hizo aportación alguna a estos Fondos.

4.2 Lucro cesante

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 2009, 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 estimado en 2009	Tipo de interés percibido (%)	Tipo de interés de referencia (%)	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	1.581,20	—	1,28	20,24
Préstamos para vivienda y anticipos a empleados	71,35	0,55	1,28	0,52
<i>Préstamos para vivienda</i>	<i>34,85</i>	<i>1,13</i>	<i>1,28</i>	<i>0,05</i>
<i>Anticipos reintegrables</i>	<i>36,50</i>	—	<i>1,28</i>	<i>0,47</i>
TOTAL	1.652,55	0,02	1,28	20,76

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 2009 se pagaron dos cuotas del primero de los créditos citados (la correspondiente al año en curso más la última viva

del calendario de amortización original), junto con las cuotas correspondientes al año en curso de los otros dos, adelantándose la fecha de pago de todos ellos del 31 de diciembre al 30 de abril. De acuerdo con lo anterior, el 30 de abril de 2009 el Tesoro abonó al Banco de España la cantidad de 535.284.017,98 euros, precio efectivo de mercado de la deuda amortizada en esa fecha.



Deloitte S.L.
Plaza Pablo Ruiz Picasso, 1
Torre Picasso
28020 Madrid
España
Tel.: +34 915 14 50 00
Fax: +34 915 14 51 80
www.deloitte.es

Al Excmo. Sr. Gobernador del Banco de España:

Hemos auditado las cuentas anuales del Banco de España que, de acuerdo con el artículo 29.1 de su Reglamento Interno, comprenden el balance de situación al 31 de diciembre de 2009, la cuenta de resultados y la memoria 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 Servicios es responsable de la elaboración de las cuentas anuales de acuerdo con las normas y principios contables internos del Banco de España, que se indican en la Nota 3.1 de la memoria 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. Conforme a lo establecido en el artículo 21.g) de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, dichas cuentas anuales son formuladas por el Consejo de Gobierno del Banco de España.

Responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las Normas Internacionales de Auditoría, que requieren que cumplamos determinados requisitos éticos y que planifiquemos y realicemos la auditoría de forma que obtengamos una seguridad razonable de que las cuentas anuales están libres de errores o irregularidades significativos.

Una auditoría conlleva la aplicación de procedimientos encaminados a obtener evidencia justificativa de los importes y desgloses incluidos en las cuentas anuales. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor, que incluye la evaluación de los riesgos de que se produzcan errores o irregularidades significativos en las cuentas anuales, ya sea por fraude o error. Al evaluar estos riesgos, el auditor tiene en cuenta el sistema de control interno aplicable a la preparación y adecuada presentación de las cuentas anuales por parte de la entidad con el fin de diseñar procedimientos de auditoría que sean adecuados dadas las circunstancias, y no con el fin de expresar una opinión sobre la eficacia del sistema de control interno de la entidad. Asimismo, una auditoría incluye la evaluación de la adecuación de las políticas contables utilizadas y la razonabilidad de las estimaciones contables realizadas por la entidad, así como la evaluación de la presentación global de las cuentas anuales. Consideramos que las evidencias que hemos obtenido son suficientes y adecuadas para ofrecer una base sobre la que formular nuestra opinión de auditoría.

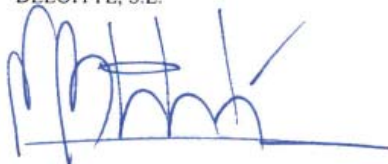
Información comparativa

En las cuentas anuales adjuntas se presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance de situación y de la cuenta de resultados, además de las cifras del ejercicio 2009, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere, exclusivamente, a las cuentas anuales del ejercicio 2009. Con fecha 25 de mayo de 2009 emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2008, en el que expresamos una opinión favorable.

Opinión

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2009 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 2009 y de los resultados de sus operaciones durante el ejercicio anual terminado en dicha fecha, y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, 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 adjunta, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales.

DELOITTE, S.L.



Miguel Ángel Bailón
20 de mayo de 2010

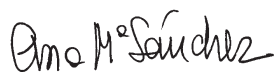
2 Informe de la Comisión de Auditoría

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. Ángel Luis López Roa, D. Jesús Leguina Villa y D.^a Ana María Sánchez Trujillo, 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 2009.

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 2009, 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 2009, 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 del de Intervención General, y 5) propuestas de modificación, corrección o aclaración de diversos extremos, todas ellas satisfactoriamente incorporadas a las cuentas anuales por 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 2009 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 6 de mayo de 2010.



ANA MARÍA SÁNCHEZ TRUJILLO



ÁNGEL LUIS LÓPEZ ROA



JESÚS LEGUINA VILLA

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 2009 y el primer trimestre de 2010.

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 2009 y marzo de 2010, especificando la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín Económico* donde fueron analizadas.

6.4.2010.

1 Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2009 hasta marzo de 2010

ENERO 2009

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2009 Y ENERO DE 2010. — La Orden EHA/3877/2008, de 29 de diciembre (BOE del 7 de enero de 2009), dispuso la creación de deuda del Estado durante el año 2009 y enero de 2010, y dos resoluciones de 21 de enero de 2009, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE del 29 y del 31 de enero), determinaron las emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, así como el calendario de subastas para el año 2009 y el mes de enero de 2010.

Entre las novedades hay que destacar: 1) la posibilidad de excluir, a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medios ponderados, aquellas peticiones competitivas que se consideren no representativas de la situación del mercado, y 2) el incremento del valor nominal máximo, desde 100 hasta 300 millones de euros, de las peticiones no competitivas que podrán presentar los distintos inversores cualificados o cualquier entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el Tesoro.

Los aspectos más destacables en relación con las letras del Tesoro son: 1) el incremento de su oferta, tanto en plazos de emisión como en número de emisiones, de modo que, a partir del mes de febrero de 2009, se subastarán letras a tres, seis y doce meses de forma regular y con periodicidad mensual, y 2) el adelanto de la fecha de resolución de las subastas, del miércoles al martes, incrementando con ello en un día los períodos de pago y de desarrollo de las segundas vueltas subsiguientes a las subastas.

La principal novedad relativa a los bonos y obligaciones es la posibilidad de realizar emisiones en las que tanto el capital como los intereses (o ambos) pueden estar referenciados a un índice, ampliando de esta manera las modalidades de deuda. Asimismo, se reanudaron en 2009 las emisiones a quince años, y se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad, a fin de garantizar su liquidez en los mercados secundarios y atender la demanda de los inversores.

NORMAS CONTABLES DE DETERMINADAS ENTIDADES RECTORAS DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES. — Se publicó la Circular 9/2008 de la CNMV, de 10 de diciembre (BOE del 5 de enero), sobre normas contables, estados 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 (SMN), de la Sociedad de Sistemas, de las entidades de contrapartida central, de la Sociedad de Bolsas, de las sociedades que tengan la titularidad de todas las acciones de organismos rectores de mercados secundarios oficiales y de SMN, y de otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados que se creen al amparo de la Ley del Mercado de Valores.

La Circular regula las normas específicas de contabilidad, los modelos reservados y públicos de los estados financieros y cuentas anuales de carácter público de las sociedades o entidades que controlan o rigen infraestructuras de mercado de valores, bien de negociación, bien de postcontratación, con la excepción del mercado de deuda pública en anotaciones, para su actualización y adaptación al nuevo marco contable establecido en el nuevo Plan General de Contabilidad (PGC), aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre. Asimismo, deroga la normativa de su mismo rango. Tanto la normativa como los nuevos estados fi-

nancieros deben aplicarse, de forma retroactiva, a los ejercicios contables iniciados desde el 1 de enero de 2008.

ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO: NORMAS CONTABLES, CUENTAS ANUALES Y ESTADOS DE INFORMACIÓN RESERVADA. — La *Circular 11/2008 de la CNMV, de 30 de diciembre* (BOE del 14 de enero), sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo (ECR), adaptó su régimen contable al establecido en el nuevo PGC, procediendo en consecuencia a derogar el marco normativo anterior.

Algunos de los principales aspectos son el establecimiento de: a) las definiciones y principios contables, los criterios generales de contabilización y de registro, y la clasificación y valoración de los activos financieros; b) la valoración de las inversiones que se realicen en empresas del grupo, multigrupo y asociadas, y c) los modelos de estados públicos y reservados que las ECR deben remitir a la CNMV, con periodicidad anual, por vía telemática.

EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO.— Se publicó la *Circular 10/2008 de la CNMV, de 30 de diciembre* (BOE del 14 de enero), sobre empresas de asesoramiento financiero (EAFI). Las EAFI son entidades que, de forma habitual y profesional, prestan exclusivamente el servicio de asesoramiento en materia de inversión con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros, así como determinados servicios auxiliares. No podrán ser agentes de otra empresa de servicios de inversión o entidad de crédito, ni contratar a agentes para el desempeño de sus funciones.

La Circular establece los requisitos organizativos exigibles para las EAFI, la documentación que ha de ser aportada a la CNMV para la obtención de la autorización e inscripción, las exigencias financieras mínimas y el régimen de las operaciones societarias, entre otros aspectos.

Además, las EAFI deberán contar con unos procedimientos y órganos de control interno y de comunicación para prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales, y con un reglamento interno de conducta y otro para la defensa del cliente.

BANCO CENTRAL EUROPEO: ESTADÍSTICAS SOBRE ACTIVOS Y PASIVOS DE LAS SOCIEDADES INSTRUMENTALES DEDICADAS A OPERACIONES DE TITULIZACIÓN. — Se publicó el *Reglamento 24/2009 del BCE (BCE/2008/30), de 19 de diciembre de 2008* (DOUE del 20 de enero), relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización. El objetivo de esta información es proporcionar al Banco Central Europeo (BCE) estadísticas sobre las actividades financieras de las sociedades instrumentales en los Estados miembros participantes. Dados los estrechos vínculos entre las actividades de titulización de estas sociedades y las instituciones financieras monetarias (IFM), se requiere una presentación de información coherente, complementaria e integrada de las IFM y de las sociedades instrumentales. Esta norma pretende minimizar la carga informadora y evitar duplicidades en la presentación de información estadística por parte de las sociedades instrumentales y las IFM.

Las sociedades instrumentales informarán a los bancos centrales nacionales (BCN) de su existencia dentro del plazo de una semana, contada desde la fecha en que hayan accedido a la actividad, y suministrarán, con periodicidad trimestral, a los BCN los datos de fin de trimestre de saldos vivos, operaciones financieras y saneamientos totales o parciales de sus activos y pasivos, aunque podrán quedar exentas de estas obligaciones siempre y cuando su contribución al agregado trimestral suponga menos del 5% del total de los activos de las mismas

en cada Estado miembro participante, o bien cuando su información se pueda obtener por otras fuentes de información estadísticas. También podrán ser eximidas cuando la provisión de estos datos suponga unos costes elevados en comparación con los beneficios estadísticos.

BANCO CENTRAL EUROPEO: BALANCE DEL SECTOR DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS.—El *Reglamento 25/2009 del BCE (BCE/2008/32)*, de 19 de diciembre de 2008 (DOUE del 20 de enero), relativo al balance del sector de las IFM, derogó el Reglamento 2423/2001, de 22 de noviembre, refundiendo en un solo texto los nuevos cambios introducidos, en aras de una mayor claridad y transparencia.

Como novedades principales, cabe destacar las siguientes: 1) se incluyen las obligaciones de información estadística para las titulaciones de préstamos y otras transferencias de préstamos de las IFM, tanto en términos de flujos como de saldos; 2) se mantienen las exenciones de información estadística para las IFM de tamaño reducido, siempre que su contribución combinada al balance de las IFM nacionales, en términos de saldos, no supere el 5%, y se actualizan las exenciones a los fondos del mercado monetario (FMM) y a las entidades de dinero electrónico (EDE), y 3) se establecen ciertas exenciones relativas a la información estadística de préstamos transferidos por medio de una titulación.

FEBRERO 2009

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA.—Se publicaron la *Orientación BCE/2008/13 del BCE*, de 23 de octubre de 2008 (DOUE del 5 de febrero), y la *Orientación BCE/2009/1 del BCE*, de 20 de enero de 2009 (DOUE del 5 de febrero), que modifican la *Orientación BCE/2000/7*, de 31 de agosto de 2000, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema. Asimismo, se publicó la *Resolución de 22 de enero de 2009* (BOE del 3 de marzo), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que modifica la de 11 de diciembre de 1998, para adoptar la *Orientación BCE/2009/1*.

La primera orientación tiene por objeto adaptar la definición y la ejecución de la política monetaria a los cambios recientes de la normativa comunitaria. En particular, incorpora los cambios en el sistema de control de riesgos y en las normas sobre la admisibilidad de los activos de garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema, contemplando la aceptación de activos de garantía no denominados en euros en determinados supuestos.

La segunda precisa ciertos cambios en la definición y ejecución de la política monetaria a la vista de la reciente evolución de los mercados de bonos de titulación de activos. En especial, se concretan los requisitos de calidad crediticia de los mismos y se excluye la utilización de cierta clase de bonos de titulación como colateral en las operaciones de crédito del Eurosistema. También se limita la utilización de bonos simples de entidades de crédito emitidos por emisores o entidades con las que el emisor tenga vínculos estrechos, de modo que las entidades de contrapartida solo podrán utilizarlos como activos de garantía en la medida en que el valor asignado a dichos bonos por el Eurosistema, tras la aplicación de los correspondientes recortes, no exceda del 10% del valor total de los activos de garantía aportados por dicha entidad. Esta limitación no se aplica a bonos simples de entidades de crédito avalados por entidades del sector público, o si el valor tras los recortes no excede de 50 millones de euros.

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS, DE INSTITUCIONES Y MERCADOS FINANCIEROS.—La *Orientación BCE/2008/31 del BCE*, de 19 de diciembre de 2008 (DOUE del 26 de febrero), modificó la *Orientación BCE/2007/9*, de 1 de agosto de 2007, sobre las estadísticas monetarias y de

instituciones y mercados financieros (refundición), con el fin de incluir en el texto normativo las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales.

Los BCN elaborarán y presentarán información estadística agregada separada sobre los activos y pasivos de las sociedades instrumentales, clasificadas en las categorías siguientes: las sociedades instrumentales dedicadas a titulizaciones tradicionales, las dedicadas a titulizaciones sintéticas y las otras sociedades instrumentales. En especial, los BCN presentarán trimestralmente al BCE los datos de saldos vivos, operaciones financieras y saneamientos totales o parciales de las sociedades instrumentales.

Los BCN deberán aplicar a la información recibida determinadas normas de calidad que se detallan en la disposición y elaborarán una lista de sociedades instrumentales a efectos estadísticos.

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CONTABILIDAD Y LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN EL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES.—La *Orientación BCE/2008/21 del BCE, de 11 de diciembre de 2008* (DOUE del 5 de febrero), modificó la *Orientación BCE/2006/16, de 10 de noviembre de 2006*, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), con el fin de reclasificar determinadas operaciones de valores, conforme a la reciente normativa comunitaria y a la evolución de los mercados.

En concreto, se reclasifican algunos valores en otras partidas del balance, dependiendo del origen del emisor, de la moneda de denominación y de si se mantienen hasta su vencimiento, y se incluyen normas específicas sobre la contabilidad de los *swaps* de tipos de interés a plazo, los futuros sobre divisas y los futuros sobre acciones. Además, se actualizan las normas sobre los instrumentos de renta variable para que se pueda operar con instrumentos de renta variable negociables en el marco de la gestión de las reservas exteriores del BCE.

SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN Y DE SUS GRUPOS CONSOLIDABLES: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *Circular 12/2008 de la CNMV, de 30 de diciembre* (BOE del 4 de febrero), sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables (en adelante, ESI), que adecua el régimen de solvencia de estas entidades al establecido en la UE y deroga el marco normativo anterior.

La Circular establece un paralelismo entre las normas que regulan la solvencia de las entidades de crédito, recogidas en la CBE 3/2008, de 22 de mayo, y las ESI, salvo determinadas excepciones propias de las especificidades de estas entidades, con los objetivos de evitar el arbitraje regulatorio y facilitar la integración de los diferentes tipos de entidades en los grupos consolidables objeto de supervisión.

Los principales aspectos de la norma son los siguientes: 1) define el concepto de recursos propios junto con sus exigencias —tanto en el ámbito individual como de forma consolidada—, los límites en su cómputo, las deducciones de los mismos y las diferentes categorías de recursos propios; 2) establece los requerimientos de recursos propios por riesgos de la cartera de negociación, que son muy similares a los contemplados en el régimen anterior, pero contemplan, como novedad, la posibilidad de que las entidades puedan utilizar sus propios modelos (modelos internos), previa autorización de la CNMV; 3) se permite aplicar el método estándar o, previa autorización de la CNMV, el método basado en calificaciones internas (IRB) para el cálculo de las exigencias de recursos propios por el riesgo de crédito, y 4) se introduce la nueva exigencia de recursos propios por riesgo operacional, destinada a cubrir una serie de contingencias a las que están sujetas todas las entidades por el ejercicio de su actividad,

para lo cual se establece una clasificación detallada de los diferentes tipos de eventos de pérdidas por este tipo de riesgo.

CATEGORÍAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN FUNCIÓN DE SU VOCACIÓN INVERSORA.—La *Circular 1/2009 de la CNMV, de 4 de febrero* (BOE del 18), estableció las diferentes categorías de IIC en función de su vocación inversora, sustituyendo parcialmente las consideradas en la normativa anterior e incorporando algunas matizaciones en las definiciones de las que permanecen para adaptarlas a la situación actual. Adicionalmente, la Circular contiene diversas disposiciones encaminadas a proporcionar al inversor una información clara y concisa de la política de inversión de las IIC.

En este sentido, se incluye una serie de criterios para definir a qué vocación inversora pertenece cada IIC y se prevé que, cuando una IIC pueda incluirse en dos vocaciones inversoras, quede encuadrada en la de mayor riesgo. Dentro de la información que se suministre sobre la vocación inversora, se añadirá la correspondiente al perfil de riesgo y, en su caso, al carácter de IIC que invierte mayoritariamente en otras IIC. En caso de que la categoría actual de la IIC no tenga una correspondencia en la nueva clasificación, la CNMV les asignará de oficio la nueva vocación inversora.

SISTEMA DE DOCUMENTACIÓN ESTADÍSTICO-CONTABLE DE LAS ENTIDADES GESTORAS DE FONDOS DE PENSIONES.—La *Orden EHA/251/2009, de 6 de febrero* (BOE del 16), aprobó el nuevo sistema de documentación estadístico-contable de las entidades gestoras de fondos de pensiones, con el fin de adaptarlo al nuevo PGC, así como para incluir las novedades normativas, la evolución de los mercados y las exigencias de información estadístico-contable en el ámbito europeo de estos últimos años.

Las principales novedades de la norma son las siguientes: 1) se adaptan los modelos de balance y cuenta de pérdidas y ganancias, y se crea un nuevo estado de cambios en el patrimonio neto del fondo de pensiones, conforme establece el PGC; 2) se ajustan los modelos de información estadístico-contable para recoger, entre otras, información relativa a subplanes en los planes de pensiones de empleo, los subplanes de un mismo plan adscritos a distintos fondos, y otros instrumentos de previsión social complementaria, como son los planes de previsión social empresarial y los planes de previsión asegurados, y 3) se incluye la información estadístico-contable de los fondos de pensiones de otros Estados miembros del Espacio Económico Europeo que actúen en España.

MARZO 2009

MODIFICACIÓN DE LA DIRECTIVA COMUNITARIA RELATIVA A LOS SISTEMAS DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS.—La *Directiva 2009/14/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2009* (DOUE del 13), modificó la Directiva 94/19/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago.

La cobertura mínima de los depósitos de cada depositante se eleva de 20.000 a 50.000 euros, con el fin de mantener la confianza de los depositantes y conseguir una mayor estabilidad en los mercados financieros, previendo la Directiva que la cobertura armonizada pudiera alcanzar los 100.000 euros.

Por otro lado, se rebajan los plazos del proceso de pago. Así, cuando dicho proceso se activa por determinación de las autoridades competentes no judiciales, el plazo para efectuar tal determinación se reduce de los 21 días actuales a 5 días hábiles, tras comprobar que la entidad no ha restituido los depósitos vencidos y exigibles. Igualmente, se acorta de los tres meses actuales (que, en algunos casos, se podían ampliar a nueve) a 20 días hábiles el plazo para que los siste-

mas de garantía de depósitos pongan a disposición de los depositantes las cantidades garantizadas, una vez adoptada la correspondiente resolución judicial o la determinación antes citada. No obstante, a lo sumo el 16 de marzo de 2011, la Comisión presentará al Parlamento Europeo y al Consejo un informe acerca de la efectividad y los plazos de los procedimientos de pago, en el que se evalúe la aplicabilidad de una nueva reducción adicional de 20 a 10 días hábiles.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA: CONCESIÓN DE GARANTÍAS.—Se publicó el *Real Decreto Ley 4/2009, de 29 de marzo* (BOE del 29), por el que se autoriza la concesión de garantías derivadas de la financiación que pueda otorgar el Banco de España a favor de Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha. En concreto, autorizó a la Administración General del Estado para avalar, durante el ejercicio 2009, un importe máximo de 9.000 millones de euros en garantía de las obligaciones derivadas de las financiaciones que pueda otorgar el Banco de España a Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha.

Por otro lado, la *Resolución de 28 de marzo de 2009, del Banco de España* (BOE del 29), hizo público el Acuerdo de la Comisión Ejecutiva, en relación con la entidad Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha, en el que se sustituye provisionalmente el órgano de administración de la entidad hasta que el Banco de España estime superada la situación que lo ha motivado.

FONDOS DE TITULIZACIÓN: NORMAS CONTABLES, CUENTAS ANUALES, ESTADOS FINANCIEROS PÚBLICOS Y RESERVADOS.—Se publicó la *Circular 2/2009 de la CNMV, de 25 de marzo* (BOE del 31), sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización (FT). Quedan incluidos en su ámbito de aplicación los fondos de titulización hipotecaria y los fondos de titulización de activos.

La Circular regula la información contenida en las cuentas anuales, en los estados financieros públicos y en los estados reservados de información estadística de los FT. Se recogen: 1) los criterios generales de contabilización, de acuerdo con los contenidos en el PGC, y ciertas normas específicas que toman en consideración la particular estructura legal y operativa de los FT; 2) los modelos de estados financieros públicos; los estados reservados con carácter trimestral, en línea con las iniciativas marcadas por el BCE para un mejor control y supervisión de los FT, y 3) el informe de gestión, que incluirá una exposición fiel sobre la evolución del negocio y la situación del mismo, junto con una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta.

MEDIDAS URGENTES EN MATERIA TRIBUTARIA, FINANCIERA Y CONCURSAL ANTE LA EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA.—Se publicó el *Real Decreto Ley 3/2009, de 27 de marzo* (BOE del 31), de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica.

Se destacan los siguientes apartados de carácter financiero y fiscal: 1) se reducen el interés legal del dinero y el interés de demora, que pasan del 5,5% y del 7% al 4% y al 5%, respectivamente, para el año 2009; 2) se habilita al Consorcio de Compensación de Seguros para que pueda desarrollar actividades de reaseguro del crédito y la caución, ante las dificultades existentes en el mercado internacional de reaseguros; 3) se establece que el Estado deberá satisfacer una compensación a los titulares de los valores garantizados en caso de ejecución de los avales otorgados al amparo del *Real Decreto Ley 7/2008, de 13 de octubre*, de medidas urgentes en materia económico-financiera en relación con el plan de acción concertada de los países de la zona del euro, y 4) en el impuesto sobre sociedades, se suprime el límite temporal, que estaba establecido hasta 2012, para la deducción de determinadas inversiones en I + D + i.

BANCO CENTRAL EUROPEO: ESTADÍSTICAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS.— El *Reglamento 290/2009 del Banco Central Europeo (BCE/2009/7)*, de 31 de marzo (DOUE del 8 de abril), modificó el *Reglamento 63/2002 (BCE/2001/18)*, sobre las estadísticas de los tipos de interés que las IFM aplican a los depósitos y préstamos frente a los hogares y las sociedades no financieras.

Las principales novedades del Reglamento son: 1) un desglose general de los nuevos préstamos, identificando por separado los tipos de interés aplicados a los respaldados con activos de garantía o avales y el volumen de estos; 2) un desglose por cuantías y vencimientos de los nuevos préstamos a sociedades no financieras; 3) un desglose por período inicial de fijación del tipo de interés de los nuevos préstamos, identificando por separado los tipos de interés aplicados a los garantizados con activos de garantía o avales y el volumen de estos; 4) la incorporación de información separada sobre los tipos de interés cargados a los saldos de tarjetas de crédito; 5) el establecimiento de una categoría adicional de nuevos préstamos a empresarios individuales, y 6) la clarificación y redefinición de los préstamos renovables y los descubiertos.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: INFORME SEMESTRAL DE LOS DEPOSITARIOS.— Se publicó la *Circular 3/2009 de la CNMV*, de 25 de marzo (BOE del 20 de abril), sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de IIC, conforme a la habilitación otorgada a la CNMV por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC.

El informe se estructura en cuatro modelos, más otro de información complementaria, recogidos en los anejos de la norma. En los cuatro primeros, los depositarios informarán de las incidencias en la valoración de activos, las diferencias en conciliaciones de títulos y saldos, otras incidencias en el valor liquidativo, y los incumplimientos de coeficientes y límites legales, tanto resueltos como pendientes de resolución a último día del semestre de referencia. En la información complementaria se recogerán datos de contacto del depositario, con el objeto de aportar información actualizada que facilite las labores de supervisión de la CNMV.

CONTRATACIÓN DE CRÉDITOS Y PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS Y OTROS SERVICIOS DE INTERMEDIACIÓN POR EMPRESAS NO FINANCIERAS.— Se publicó la *Ley 2/2009*, de 31 de marzo (BOE del 1 de abril), que regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y otros servicios de intermediación por parte de empresas no financieras, con el objeto de mejorar la protección de aquellos.

La Ley será de aplicación a las empresas distintas de las entidades de crédito que, de manera profesional, realicen con los consumidores las actividades siguientes: a) la concesión de préstamos o créditos hipotecarios bajo la forma de pago aplazado, apertura de crédito o cualquier otro medio equivalente de financiación, y b) la prestación de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito con cualquier finalidad, incluida, en su caso, la puesta a disposición de los consumidores de tales contratos para su suscripción.

Las empresas deberán contratar un seguro de responsabilidad civil o un aval bancario que cubra las responsabilidades en que puedan incurrir frente a los consumidores por los perjuicios derivados de la realización de los servicios propios de la actividad de intermediación o concesión de préstamos o créditos hipotecarios.

La Ley contempla determinadas obligaciones de transparencia en relación con los contratos y con los precios. En las comunicaciones referidas a la agrupación de distintos créditos o

préstamos en uno solo, deberá facilitarse información de forma clara, concisa y destacada de cualquier tipo de gastos relacionados con la citada agrupación. Además, se prohíbe hacer referencia a la reducción de la cuota mensual, sin mencionar de forma expresa el aumento del capital pendiente y el plazo de pago del nuevo préstamo o crédito. Respecto de la actividad de intermediación, la Ley regula el régimen jurídico de la transparencia de los propios contratos de intermediación celebrados por las empresas.

ABRIL 2009

MERCADO HIPOTECARIO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA. — El *Real Decreto 716/2009, de 24 de abril* (BOE del 2 de mayo), desarrolló determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero. Asimismo, sustituye al Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, en el que también se desarrollaban determinados aspectos de la Ley 2/1981, que queda derogado.

ENTIDADES PARTICIPANTES EN EL MERCADO HIPOTECARIO

Como entidades participantes, además de las entidades de crédito españolas, se incluyen las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la UE, cuya capacidad para emitir participaciones hipotecarias que tengan por objeto préstamos y créditos concedidos por ellas, garantizados por hipotecas sobre inmuebles situados en España, ya venía siendo reconocida de facto.

CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS HIPOTECARIOS

En relación con las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos hipotecarios para poder servir de base a la emisión de títulos del mercado hipotecario (cédulas hipotecarias, bonos y participaciones hipotecarias), se introducen las siguientes novedades: 1) se elimina el requisito de finalidad de los préstamos y créditos hipotecarios para que puedan garantizar las emisiones de bonos y cédulas hipotecarias; 2) se endurecen los requisitos que deben cumplir los préstamos y créditos hipotecarios concedidos por entidades de crédito para resultar elegibles a efectos de servir de cobertura a las emisiones de títulos hipotecarios; en concreto, la relación entre el préstamo y el valor de tasación del bien hipotecado, que pasa del 70% al 60%, salvo para la financiación de la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, en las que puede alcanzar el 80%; 3) se establece la posibilidad de elevar ese porcentaje hasta el 95% si el préstamo hipotecario cuenta con aval bancario prestado por entidad de crédito distinta de la acreedora o se halla cubierto por un seguro de crédito, y 4) se detallan las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos garantizados por inmuebles situados en otros países de la UE.

CONDICIONES DE LOS TÍTULOS HIPOTECARIOS

La norma introduce una serie de mejoras que refuerzan la seguridad del inversor y dotan de una mayor flexibilidad a las entidades a la hora de diseñar las condiciones de la emisión de títulos hipotecarios: 1) se elimina la obligación de publicar en el BOE las emisiones de títulos y la necesidad de efectuar anotación marginal en el registro de la propiedad para afectar los préstamos o créditos hipotecarios a las emisiones de bonos; 2) se desarrolla la regulación del registro contable especial, que deberán llevar las entidades emisoras de los préstamos y créditos hipotecarios, de los activos de sustitución que respalden las cédulas y bonos hipotecarios, y de los instrumentos financieros derivados vinculados a ellos, y 3) se establecen unos límites de emisión para las cédulas y para los bonos hipotecarios más estrictos que en la normativa anterior, y una serie de obligaciones de las entidades emisoras a fin de que adopten las medidas necesarias para que no se produzcan desequilibrios entre los flujos derivados de la cartera de garantía y los necesarios para atender los pagos a los tenedores de cédulas y de bonos hipotecarios.

MAYO 2009

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA. — Se publicaron la *Orientación BCE/2009/10, de 7 de mayo de 2009* (DOUE del 19), que modificó la *Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000*, sobre los instrumentos y proce-

dimientos de la política monetaria del Eurosistema, y la *Resolución de la Comisión Ejecutiva del Banco de España de 21 de mayo de 2009* (BOE del 3 de junio), que modificó la de 11 de diciembre de 1998, en la que se establecen las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria del Banco de España, para adaptarla a la Orientación BCE/2009/10.

La finalidad de estas normas es la actualización de los criterios generales de selección de las entidades de contrapartida para dar acceso a las operaciones de política monetaria a entidades solventes que, sin ser estrictamente entidades de crédito conforme a la normativa comunitaria, están sujetas a un escrutinio comparable a la supervisión por las autoridades nacionales competentes. La primera entidad que empezó a funcionar como entidad de contrapartida al amparo de esta normativa fue el Banco Europeo de Inversiones, a partir del 8 de julio de 2009.

SISTEMA TARGET2: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA. — Se publicaron la *Orientación BCE/2009/9, de 7 de mayo de 2009* (DOUE del 19), que modificó la Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril, sobre TARGET2, y la *Resolución de la Comisión Ejecutiva del Banco de España de 21 de mayo de 2009* (BOE del 3 de junio), que modificó la de 20 de julio de 2007, por la que se aprueban las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2, para adaptarla a la Orientación BCE/2009/9.

Como novedades, por un lado, se permite el acceso a TARGET2 a determinadas entidades solventes que, sin ser estrictamente entidades de crédito, están sujetas a un escrutinio comparable a la supervisión por las autoridades nacionales competentes. Por otro, se introduce en el anexo IV, «Procedimientos de liquidación para sistemas vinculados», la liquidación entre sistemas, definida esta como la liquidación en tiempo real de instrucciones de adeudo, de manera que se ejecutan los pagos de un banco liquidador de un sistema vinculado (SV) a un banco liquidador de otro SV que utiliza los mismos procedimientos de liquidación. Además, se actualizan determinados apartados de dicho anexo, como las relaciones entre los bancos centrales, los SV y los bancos liquidadores; los procedimientos de liquidación, y las instrucciones de pago que cursen los SV, entre otros.

DIRECTIVA SOBRE LA FIRMEZA DE LA LIQUIDACIÓN EN LOS SISTEMAS DE PAGOS Y DE LIQUIDACIÓN DE VALORES, Y DIRECTIVA SOBRE ACUERDOS DE GARANTÍA FINANCIERA: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA. — La *Directiva 2009/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de mayo de 2009* (DOUE del 10 de junio), modificó la Directiva 98/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y la Directiva 2002/47/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio, sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito.

El principal cambio en relación con la Directiva 98/26/CE se deriva del creciente número de conexiones entre los sistemas, los cuales en el momento en que se elaboró la norma anterior solían operar casi exclusivamente de forma independiente y a escala nacional. La nueva Directiva introduce el concepto de *sistemas interoperables* y la responsabilidad de los operadores de los sistemas. Así, los sistemas interoperables son dos o más sistemas cuyos operadores han celebrado un acuerdo que entraña la ejecución entre sí de las órdenes de transferencia. A su vez, los operadores del sistema podrán actuar en calidad de agente de liquidación, contraparte central o cámara de compensación. Para limitar el riesgo sistémico, las autoridades o los supervisores nacionales competentes deberán asegurarse de que las normas relativas al momento de consignación de todos los sistemas interoperables estén

coordinadas, en la medida en que sea posible, de modo que se elimine toda inseguridad jurídica en caso de fallo de uno de los sistemas participantes.

Por otro lado, la Directiva amplía el ámbito de aplicación de la Directiva 2002/47/CE para incluir los derechos de crédito dentro de las garantías financieras. Los Estados miembros podrán disponer que la inclusión en una lista de los derechos de crédito sea suficiente para identificar el derecho de crédito y para demostrar la aportación del crédito como garantía financiera contra el deudor o frente a terceros.

SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA: INFORMACIÓN CONTABLE. —Se publicó la *Orden EHA/1327/2009, de 26 de mayo* (BOE del 28), sobre normas especiales para la elaboración, documentación y presentación de la información contable de las sociedades de garantía recíproca (SGR), con el fin de adaptarlas a los principios y criterios establecidos en el actual marco contable, previsto en la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la UE, y en el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el PGC. Asimismo, deroga la Orden de 12 de febrero de 1998, que recogía la normativa anterior.

La Orden, al igual que su antecesora, se estructura en dos apartados: por un lado, las normas de valoración, presentación de estados —públicos y reservados— y contenido de la memoria; y, por otro, los estados contables que deben confeccionar las SGR y remitir al Banco de España.

BANCO CENTRAL EUROPEO: SERVICIOS DE GESTIÓN DE RESERVAS POR EL EUROSISTEMA. —La *Orientación BCE/2009/11, de 28 de mayo* (DOUE del 5 de junio), modificó la *Orientación BCE/2006/4, de 7 de abril*, sobre la prestación por el Eurosistema de servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales, a países no pertenecientes a la zona del euro y a organizaciones internacionales.

La Orientación actualiza la definición de reservas, debido a la sustitución del sistema de dos listas por el de lista única de activos de garantía admitidos en todas las operaciones de crédito del Eurosistema. De este modo, las reservas son el efectivo y todos los valores incluidos en la lista única (antes eran los activos de la lista uno) de la base de datos de activos admitidos por el Eurosistema. Dicha base contiene los activos admitidos en las operaciones de crédito del Eurosistema, y se publica y actualiza diariamente en la dirección del BCE en Internet, salvo para determinados activos.

Finalmente, se introducen ciertos servicios específicos de gestión de reservas por el Eurosistema dentro del capítulo de los servicios de caja o inversión; en concreto, los «servicios de depósito a plazo a título de principal».

MODIFICACIÓN DEL PROTOCOLO SOBRE EL PROCEDIMIENTO APLICABLE EN CASO DE DÉFICIT EXCESIVO DE LOS PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA. —Se publicó el Reglamento 479/2009, del Consejo, de 25 de mayo (DOUE del 10 de junio), por el que se procede a la codificación del Reglamento 3605/93, del Consejo, de 22 de noviembre, relativo a la aplicación del protocolo en caso de déficit excesivo, anejo al Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea, en aras de conseguir una mayor claridad, al haber sido modificado en diversas ocasiones.

Como aspectos destacables de la reforma, cabe reseñar los siguientes: 1) los Estados miembros continuarán notificando a la Comisión (a través de Eurostat) el déficit público previsto y real,

y los niveles de deuda pública prevista y real dos veces al año, pero se retrasa un mes en relación con las fechas previstas anteriormente. Así, la primera se realizará antes del 1 de abril, y la segunda, antes del 1 de octubre del año en curso; 2) los Estados miembros deberán informar a la Comisión (Eurostat), en cuanto dispongan de ella, de cualquier revisión importante de las cifras reales o previsiones de déficit y deuda que ya hayan comunicado; 3) los Estados miembros facilitarán, lo antes posible, a la Comisión (Eurostat) la información estadística necesaria para que esta pueda evaluar la calidad de los datos reales notificados; 4) se crean cauces de diálogo de carácter permanente entre la Comisión (Eurostat) y las autoridades estadísticas de los Estados miembros, que incluyen visitas periódicas de diálogo y, si fuera necesario, visitas metodológicas, y 5) se establece el procedimiento para la publicación por parte de la Comisión (Eurostat) de los datos reales de déficit público y de deuda pública de los Estados miembros.

JUNIO 2009

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS EN LAS ENTIDADES FINANCIERAS. — La *Ley 5/2009, de 29 de junio* (BOE del 30), modificó la *Ley 26/1988*, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito; la *Ley 24/1988*, de 28 de julio, del Mercado de Valores; el texto refundido de la *Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados*, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, y la *Ley 35/2003*, de 4 de noviembre, de IIC, para reformar el régimen hasta ahora vigente de participaciones significativas en las entidades financieras, con el objetivo de transponer parcialmente a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2007/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007.

Más adelante, se publicaron diversas disposiciones que completaron la transposición de la citada Directiva: en el ámbito de las entidades de crédito, el *Real Decreto 1817/2009, de 27 de noviembre* (BOE del 7 de diciembre); en el de las IIC, el *Real Decreto 1818/2009, de 27 de noviembre* (BOE del 7 de diciembre); en el de las ESI, el *Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre* (BOE del 7 de diciembre); y, en el de las entidades aseguradoras, el *Real Decreto 1821/2009, de 27 de noviembre* (BOE del 7 de diciembre).

Las aportaciones más importantes de estas normas son las siguientes: 1) se actualiza la definición de participación significativa, que, desde el punto de vista cuantitativo, surgirá al alcanzar, al menos, el 10% del capital o de los derechos de voto de la entidad (el anterior porcentaje era del 5%), y, desde el punto de vista cualitativo, cuando se ejerza una influencia notable en la entidad adquirida, entendiéndose esta como la posibilidad de nombrar o destituir a algún miembro del órgano de administración; 2) se simplifican los diferentes umbrales que determinan el deber de notificación de las entidades ante incrementos o reducciones de las participaciones significativas: 20%, 30% o 50%, frente al 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 40%, 50%, 66% y 75% anteriores; 3) se establece un nuevo procedimiento de evaluación más claro y con plazos más ajustados, así como los criterios sobre cuyo análisis deberán sustentar los supervisores financieros su oposición a las adquisiciones propuestas; 4) se amplía la casuística para el cómputo de las participaciones (acciones, aportaciones o derechos de voto) de las entidades a efectos de determinar lo que se considera una participación significativa, así como los casos en los que no se incluirán en el cómputo de una participación; 5) se prevé la elaboración y publicación de una lista por la autoridad supervisora respectiva, en la que se determinará el contenido de la información que debe aportar el adquirente potencial para que el supervisor pueda evaluar la adquisición de una participación significativa, a la vez que se enumeran los aspectos fundamentales que deberá incluir dicha lista, y 6) se refuerza la colaboración entre el supervisor de la entidad adquirente y el de la adquirida durante el procedimiento de evaluación.

REESTRUCTURACIÓN BANCARIA Y REFORZAMIENTO DE LOS RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO. — Se publicó el *Real Decreto Ley 9/2009, de 26 de junio* (BOE

del 27), sobre la reestructuración bancaria y el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, con el objeto de reforzar la solvencia y el funcionamiento de las entidades de crédito que se encuentren en una situación de dificultad o vean comprometida su viabilidad a medio plazo.

El modelo de reestructuración bancaria se articula en torno a los Fondos de Garantía de Depósitos de las entidades de crédito (FGD) y a la utilización de una nueva institución creada al efecto: el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

El FROB tiene un régimen jurídico similar al de los FGD y asume básicamente dos funciones: la gestión de los procesos de reestructuración de las entidades de crédito y el reforzamiento de los recursos propios en determinados procesos de integración.

Los procesos de reestructuración están previstos para cuando una entidad de crédito (o un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito) presenta debilidades en su situación económico-financiera que pudieran poner en peligro su funcionamiento. El proceso está diseñado, básicamente, en dos fases: 1) la búsqueda de una solución (plan de actuación) a iniciativa de la propia entidad o de oficio por el Banco de España y, en caso de que no fuera viable, 2) el inicio de un proceso de reestructuración de la entidad con la intervención del FROB.

Además de los procesos de reestructuración, la norma prevé la posibilidad de que el FROB apoye procesos de integración entre entidades de crédito dirigidos a mejorar su eficiencia a medio plazo. En este sentido, el FROB podrá adquirir títulos emitidos por entidades de crédito residentes en España que, sin encontrarse en una situación que exija llevar a cabo un proceso de reestructuración, necesiten reforzar sus recursos propios con el fin exclusivo de llevar a cabo entre sí procesos de integración. Las entidades involucradas en tales procesos deberán elaborar un plan de integración que comporte, entre otros elementos, una mejora de su eficiencia, la racionalización de su administración y gerencia, así como un redimensionamiento de su capacidad productiva, con el fin de mejorar sus perspectivas futuras.

MERCADO DE VALORES: COMUNICACIÓN DE INFORMACIÓN RELEVANTE.—La *Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio* (BOE del 2), desarrolló el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante. La Orden concreta determinadas cuestiones relacionadas con la comunicación de información relevante, que estaban pendientes de desarrollo en la Ley 24/1988. Así, se establecen los criterios para la identificación de hechos, decisiones o conjunto de circunstancias que tengan la consideración de información relevante. En este sentido, se habilita a la CNMV para detallar una relación indicativa y no exhaustiva de los supuestos que se consideran información relevante, que podrá realizarse por tipología de instrumentos financieros.

Por otro lado, se fijan los principios y deberes de actuación de los emisores cuando publican y comunican información relevante; se establecen los requisitos del contenido de la comunicación, y se concretan ciertas condiciones aplicables a los casos en los que la información relevante esté relacionada con proyecciones, previsiones o estimaciones de magnitudes contables, financieras u operativas.

JULIO 2009

ENTIDADES ASEGURADORAS: MODELOS DE DOCUMENTACIÓN ESTADÍSTICO-CONTABLE.— La *Orden EHA/1928/2009, de 10 de julio* (BOE del 20), aprobó los modelos de la documentación estadístico-contable anual, trimestral y consolidada que deben remitir las entidades aseguradoras a la Dirección General de Seguros y Fondos de Inversiones (DGSFP), y modificó la Orden EHA/339/2007, de 16 de febrero, por la que se desarrollan determinados

preceptos de la normativa reguladora de los seguros privados, derogando el marco normativo anterior, recogido en la Orden EHA/855/2006, de 7 de febrero, en la que se aprobaron los modelos de la documentación estadístico-contable anual, trimestral y consolidada, vigentes hasta la fecha.

Los nuevos modelos de información financiera surgen como consecuencia de la aprobación del plan de contabilidad de las entidades aseguradoras (PCEA), mediante el Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio, que adaptó el marco contable de estas entidades al entorno de las normas internacionales de información financiera a partir del 31 de diciembre de 2008. Las entidades que realicen actividad exclusivamente reaseguradora no están obligadas a presentar los modelos de la documentación estadístico-contable trimestral. Cabe reseñar que se simplifica la información exigida a las entidades aseguradoras, eliminándose determinados modelos y mejorando la información relativa a las inversiones financieras.

ORGANISMOS DE INVERSIÓN COLECTIVA EN VALORES MOBILIARIOS (OICVM): NUEVA DIRECTIVA. — La *Directiva 2009/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio* (DOUE del 17 de noviembre), por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (versión refundida), sustituyó a la *Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre*, junto con sus modificaciones posteriores.

Las principales novedades son, entre otras: 1) la exigencia de que la orientación de la actividad deberá ser gestionada por un mínimo de dos personas que cumplan las condiciones de honorabilidad y experiencia adecuadas; 2) la introducción de la estructura de tipo principal-subordinado, tanto en la que el OICVM principal y el subordinado estén establecidos en el mismo Estado miembro como aquella otra en la que cada uno de ellos esté establecido en un Estado miembro diferente; 3) el tratamiento de las fusiones de los OICVM (y de sus compartimentos de inversión); 4) el establecimiento de nuevas normas de conducta para las sociedades de gestión, orientadas a defender al máximo los intereses de los OICVM que gestionan y la integridad del mercado, y a evitar los conflictos de intereses o, cuando ello no sea posible, a velar por que los OICVM que gestionan, reciban un trato equitativo, y 5) la ampliación de las obligaciones de información de los OICVM, orientadas a la protección de los inversores.

DIRECTIVA SOBRE DE LAS TÉCNICAS RELATIVAS A LA GESTIÓN DE RIESGOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LA UNIÓN EUROPEA: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA. — La *Directiva 2009/83/CE, de la Comisión, de 27 de julio de 2009* (DOUE del 28), modificó determinados anejos de la *Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio*, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, en lo que se refiere a las técnicas de gestión de riesgos. En concreto, incorporó en los anejos ciertas aclaraciones en las disposiciones técnicas con objeto de garantizar una transposición y una aplicación convergente en los países de la UE.

Como principales novedades, destacan las siguientes: 1) se introducen modificaciones en el anejo IX, «Titulización», en las que se concretan los supuestos en los que se considera que las entidades de crédito han transferido una parte significativa del riesgo de crédito en las titulaciones tanto tradicionales como sintéticas; 2) se incrementa el factor de conversión del crédito con respecto a las líneas de liquidez, que ahora se establece en todos los casos en el 50% de su importe nominal, mientras que antes podía aplicarse un factor de conversión del 20% del importe nominal de una línea de liquidez con un vencimiento original hasta un año, y de un 50% con un vencimiento original superior a dicho año, y 3) se suprime

la consideración normativa específica para determinadas líneas de liquidez de las que podrían disponerse en caso de una perturbación generalizada en los mercados.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES: MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CONTABILIDAD Y DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA. — La *Orientación BCE/2009/18, de 17 de julio* (DOUE del 4 de agosto), modificó la *Orientación BCE/2006/16, de 10 de noviembre*, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera en el SEBC, con el fin de adaptar el contenido de esta última a la *Orientación BCE/2009/10, de 7 de mayo*, que actualizó la *Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

Cabe recordar que la *Orientación BCE/2009/10* actualizó los criterios generales de selección de las entidades de contrapartida para dar acceso a ciertas entidades solventes (en concreto, al Banco Europeo de Inversiones) en las operaciones de política monetaria, dada su especial naturaleza institucional en el derecho comunitario. Estas entidades, sin ser estrictamente entidades de crédito conforme a la normativa comunitaria, están sujetas a un escrutinio comparable a la supervisión por las autoridades nacionales competentes.

Asimismo, se aprovecha para introducir en los estados financieros del Eurosistema, que figuran en los anejos de la *Orientación BCE/2006/16*, lo regulado en la *Decisión BCE/2009/16, de 2 de julio de 2009* (DOUE del 4 de julio), sobre la ejecución del programa de adquisiciones de bonos garantizados.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LAS ESTADÍSTICAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS. — Se publicó la *Orientación BCE/2009/20, de 31 de julio de 2009* (DOUE del 1 de septiembre), sobre las estadísticas de las finanzas públicas (refundición), que, a la vez que introduce cambios en la *Orientación BCE/2005/5, de 17 de febrero de 2005*, sobre las exigencias y los procedimientos de intercambio de información estadística en el SEBC, en materia de estadísticas de las finanzas públicas, procede a su refundición en un solo texto normativo para mayor claridad y transparencia.

Como aspectos reseñables, caben destacar los siguientes: 1) se mantiene la obligación de los BCN de presentar todos los años al BCE las estadísticas de las finanzas públicas que se especifican en los anexos de la norma. Los BCN presentarán conjuntos completos de datos dos veces al año: la primera, antes del 15 de abril, y la segunda, antes del 15 de octubre (esta fecha se retrasa un mes en relación con la fecha prevista anteriormente); 2) se suprimen las exenciones temporales que el BCE concedía a los BCN que no pudieran cumplir las obligaciones de información, y 3) se mantiene el procedimiento de modificación simplificado, en virtud del cual el Comité Ejecutivo del BCE puede hacer modificaciones técnicas en los anejos de la norma, siempre y cuando tales modificaciones no cambien el marco conceptual subyacente ni afecten a la carga que supone la obligación de informar.

PLANES Y FONDOS DE PENSIONES: MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO. — El *Real Decreto 1299/2009, de 31 de julio* (BOE del 1 de agosto), modificó el Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, con un doble objetivo: por un lado, facilitar la liquidez de los planes de pensiones en el supuesto de desempleo de larga duración y, por otro, simplificar el procedimiento para que los fondos de pensiones puedan operar como fondos abiertos, canalizando inversiones de otros fondos de pensiones.

Por último, se sustituye la habilitación de la DGSFP para dictar normas específicas sobre comunicaciones y procedimientos de autorización e inscripción de modificaciones de los fondos de pensiones, por la habilitación otorgada al Ministerio de Economía y Hacienda.

SEGUROS PRIVADOS Y MUTUALIDADES DE PREVISIÓN SOCIAL: MODIFICACIÓN DE SUS REGLAMENTOS.—El *Real Decreto 1298/2009, de 31 de julio* (BOE del 1 de agosto), introdujo modificaciones en el Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, y en el Reglamento de mutualidades de previsión social, aprobado por el Real Decreto 1430/2002, de 27 de diciembre.

En el primero, se establece un régimen específico de información previa a los asegurados en materia de seguros de decesos y, en el segundo, se simplifica el régimen de comunicaciones a la DGSFP en relación con la modificación de la documentación aportada para el otorgamiento de la autorización administrativa de acceso a la actividad.

AGOSTO 2009

No hubo regulación financiera relevante.

SEPTIEMBRE 2009

TARGET2: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA.—Se publicaron la *Orientación BCE/2009/21, de 17 de septiembre* (DOUE del 3 de octubre), que modificó la *Orientación BCE/2007/2, de 26 de abril*, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), y la *Resolución de 7 de octubre de 2009* de la Comisión Ejecutiva del Banco de España (BOE del 22), que modificó la del 20 de julio de 2007, por la que se aprueban las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-Banco de España (TARGET2-BE), para adaptarla a la citada Orientación.

La Orientación actualiza la normativa de TARGET2 a la nueva versión de la plataforma compartida única, aclara los principios de vigilancia específicos relativos a la ubicación que deben cumplir las entidades que ofrecen servicios en euros, introduce una excepción respecto de las relaciones bilaterales con sistemas vinculados que abran cuentas del módulo de pagos y no puedan ser objeto de pignoración o de compensación de derechos, recoge algunas mejoras técnicas y de redacción, y elimina las disposiciones relativas a la migración a TARGET2 que ya no son aplicables. Por último, la Resolución, además de incorporar las novedades de la Orientación BCE/2009/21, aprovecha para introducir en el clausulado algunas modificaciones puntuales.

ENTIDADES DE DINERO ELECTRÓNICO: NUEVA DIRECTIVA.—La *Directiva 2009/110/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre* (DOUE del 10 de octubre), sustituyó a la *Directiva 2000/46/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre*, sobre el acceso a la actividad de las EDE y su ejercicio, así como la supervisión cautelar de dichas entidades (en adelante, la Directiva). Además, modificó las directivas 2005/60/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo, y 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición).

La Directiva revisa las normas a las que están sujetas las EDE, al objeto de eliminar los obstáculos de entrada al mercado y facilitar el acceso a la actividad de emisión de dinero electrónico, y su ejercicio, y de garantizar la igualdad de condiciones a todos los proveedores de servicios de pago, en coherencia con la *Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior*, de la que asume una parte importante de su articulado.

Las novedades más importantes son las siguientes: 1) se reduce de un millón de euros a 350.000 euros la cifra de capital inicial en el momento de la autorización; 2) se simplifican los diferentes umbrales que determinan el deber de notificación de las entidades ante incrementos o reducciones de las participaciones significativas (20%, 30%, 50% o que adquiera o pierda la condición de sucursal de otra entidad), y 3) en el cálculo de los fondos propios, se añadirán al mínimo establecido (un 2% de la media del dinero electrónico en circulación en los seis meses precedentes) los que resultan exigibles por la prestación de servicios de pago, calculados conforme a lo previsto para las entidades de pago en la Directiva 2007/64/CE.

Por otro lado, las EDE deberán salvaguardar tanto los fondos recibidos a cambio del dinero electrónico que emitan como los que reciban de los usuarios de servicios de pago o en la ejecución de tales servicios, en la forma prevista para las entidades de pago en la Directiva 2007/64/CE. No obstante, en lo que se refiere a la protección de los fondos recibidos para la emisión de dinero electrónico, la propia Directiva establece qué activos se considerarán seguros y de bajo riesgo, aunque no contempla la posibilidad de aplicar determinadas excepciones o discrecionalidades que sí figuran en la Directiva 2007/64/CE, para los fondos recibidos en relación con la prestación de servicios de pago.

FUSIONES Y ESCISIONES: MODIFICACIÓN DE LAS OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN.— La *Directiva 2009/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre* (DOUE del 2 de octubre), modificó las directivas 77/91/CEE, del Consejo, de 13 de diciembre de 1976; 78/855/CEE, del Consejo, de 9 de octubre; 82/891/CEE, del Consejo, de 17 de diciembre, y 2005/56/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre, en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones.

La Directiva revisa las obligaciones de información y reduce las cargas administrativas en la constitución de una nueva sociedad por fusión o escisión: 1) se puede eximir a las sociedades de la obligación de presentar un informe pericial independiente sobre el proyecto de fusión o escisión; 2) se permite que tanto el informe del proyecto de fusión o escisión como el informe pericial sobre dicho proyecto puedan ser redactados por el mismo perito; 3) las sociedades que se fusionen quedan exentas del requisito de publicidad si ponen a disposición del público de forma gratuita en su sitio web dicho proyecto de fusión, al menos, durante un mes antes del día fijado para la junta general convocada al efecto, aunque los Estados miembros podrán exigir que la publicidad se realice a través de la plataforma electrónica central, o en cualquier otro sitio web designado por ellos a tal efecto, y 4) se reduce la presentación de informes cuando se lleve a cabo una fusión transfronteriza por absorción y la sociedad matriz es titular de, al menos, el 90% de las acciones y otros títulos de la filial que confieren el derecho a voto.

AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA: NUEVO REGLAMENTO COMUNITARIO.— Se publicó el *Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre* (DOUE del 17 de noviembre), sobre las agencias de calificación crediticia (ACC), con el fin de establecer unas normas mínimas y homogéneas para las establecidas y registradas en la UE.

Las disposiciones más relevantes del Reglamento son las siguientes: 1) se establece su ámbito de aplicación, esto es, las calificaciones crediticias que sean emitidas por ACC registradas en la UE, detallando las que quedan fuera del mismo; 2) se detalla la documentación que las ACC establecidas deben presentar para poder registrarse en alguno de los Estados miembros; 3) se determina el régimen de las calificaciones crediticias, que no deben verse afectadas por ningún conflicto de intereses; 4) se establece un procedimiento de revisión

permanente de las calificaciones crediticias y de los métodos de confección de las mismas, y 5) se introduce un régimen de equivalencia para ACC establecidas en un tercer país, a fin de que puedan usarse dentro de la UE.

Las ACC deberán ser supervisadas por las autoridades competentes del Estado miembro de origen en colaboración con las autoridades competentes de los demás Estados miembros. En este sentido, los Estados miembros designarán a las autoridades competentes para supervisar las ACC antes del 7 de junio de 2010.

MODIFICACIÓN DE DETERMINADAS DIRECTIVAS COMUNITARIAS EN LO REFERENTE AL RÉGIMEN DE SOLVENCIA Y SUPERVISIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS.—Se ha publicado la *Directiva 2009/111/CE, de 16 de septiembre* (DOUE del 17 de noviembre), por la que se modifican las directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, al régimen de supervisión, a los grandes riesgos, y a la gestión de crisis, con objeto de hacer frente a las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis financiera.

Las novedades más importantes son las siguientes: 1) se actualizan las condiciones de las entidades de crédito situadas en un mismo Estado miembro y que estén afiliadas de forma permanente a un organismo central que las supervise; 2) se revisan los requisitos en materia de grandes riesgos, y se armoniza la regulación sobre las limitaciones a la concentración de riesgos de las entidades de crédito y de las ESI; 3) se introduce una serie de mejoras en la supervisión de los grupos bancarios transfronterizos, creándose colegios de supervisores para los grupos bancarios que operan en varios países de la UE; 4) se establecen los criterios para que los instrumentos de capital híbridos puedan ser admitidos como fondos propios básicos de las entidades de crédito; 5) se realizan algunas adaptaciones relativas a la gestión del riesgo de liquidez, y 6) se mejora la gestión del riesgo de los instrumentos titulizados, tanto en las entidades que invierten en estos activos como en las que los ceden, conservando una parte del riesgo.

OCTUBRE 2009

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA RELATIVA A LA OBTENCIÓN DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA.—El *Reglamento 951/2009, del Consejo, de 9 de octubre* (DOUE del 14), modificó el Reglamento 2533/98, del Consejo, de 23 de noviembre, sobre la obtención de información estadística por el BCE, con el fin de revisar su alcance para que este pueda realizar las funciones de obtención de información del SEBC.

Las novedades más importantes son las siguientes: 1) se concreta el elenco de información estadística que el BCE, asistido por los BCN, tendrá derecho a recoger dentro de los límites de la población informadora; 2) se amplía la población informadora de referencia, al incluir las sociedades financieras y, en particular, las empresas de seguros y los fondos de pensiones, así como a las personas físicas y jurídicas residentes en un Estado miembro participante, en la medida en que mantengan posiciones financieras frente a residentes de otros Estados miembros participantes o hayan llevado a cabo transacciones financieras con residentes de otros Estados miembros participantes; 3) se revisa el uso de la información estadística confidencial, garantizando un elevado nivel de protección, y 4) se estrecha la cooperación del SEBC con el Sistema Estadístico Europeo para fomentar el intercambio de información estadística confidencial entre ambos sistemas, que no debe utilizarse para fines que no sean exclusivamente estadísticos, tales como fines administrativos o fiscales o de procedimiento judicial.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: SOCIMI.— La *Ley 11/2009, de 26 de octubre* (BOE del 27), reguló las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobi-

liario (SOCIMI). Las SOCIMI son sociedades mercantiles cuya actividad principal es: a) la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento; b) la tenencia de participaciones en el capital de otras SOCIMI o en el de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen que las SOCIMI, y c) la tenencia de acciones o participaciones de instituciones de inversión colectiva inmobiliaria, reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Las principales características de las SOCIMI son las siguientes: 1) tendrán un capital social mínimo de 15 millones de euros, la reserva legal no podrá exceder del 20% del capital social, y las acciones de las SOCIMI deberán estar admitidas a negociación en un mercado regulado español o en el de cualquier otro Estado miembro de la UE o del Espacio Económico Europeo de forma ininterrumpida durante todo el período impositivo; 2) deberán tener invertido, al menos, el 80% del valor del activo en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento, o en tenencia de activos (acciones o participaciones) que configuran su actividad principal. Además, al menos el 80% de las rentas del período impositivo correspondientes a cada ejercicio deberá provenir del arrendamiento de bienes inmuebles y de dividendos o participaciones en beneficios procedentes de las acciones o participaciones de su objeto social principal, y 3) podrán optar a la aplicación de un régimen fiscal especial regulado en esta Ley, siempre que se cumplan ciertos requisitos concretos en relación con la inversión en inmuebles; a la distribución de dividendos, y determinadas obligaciones de información que deberán figurar en la memoria de las cuentas anuales.

NOVIEMBRE 2009

SERVICIOS DE PAGO: NUEVA NORMATIVA. — La Ley 16/2009, de 13 de noviembre (BOE del 14), de servicios de pago, incorporó en el ordenamiento jurídico español la Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre de 2007, sobre servicios de pago en el mercado interior. Asimismo, derogó la Ley 9/1999, de 12 de abril, que regula el régimen jurídico de las transferencias entre Estados miembros de la UE.

El objeto de la Ley es la regulación de los servicios de pago que se presten en territorio español, y en especial el régimen jurídico de las nuevas entidades de pago. Cuando el usuario no sea un consumidor o los instrumentos sean de escasa cuantía, las partes podrán convenir que no se apliquen determinados aspectos de la norma, en las condiciones que se determinen reglamentariamente.

Los proveedores de servicios de pago podrán ser las entidades de crédito, las EDE, las nuevas entidades de pago, y Correos y Telégrafos, así como el Banco de España, la Administración General del Estado, las Comunidades Autónomas y las Entidades Locales, cuando no actúen en su condición de autoridades públicas.

En la prestación de estos servicios, se introducen las siguientes normas generales: 1) tanto el ordenante como el beneficiario de la operación deberán asumir cada uno el coste que les corresponda y que les imputarán sus proveedores de servicios de pago (en la normativa anterior, salvo orden en sentido contrario, era libre de gastos para el beneficiario); 2) los proveedores de servicios de pago, tanto del ordenante como del beneficiario, y todos los posibles intermediarios que intervengan, deberán transferir la totalidad del importe de la operación de pago, absteniéndose de deducir gasto alguno de la cantidad transferida; 3) las órdenes de pago son, en general, irrevocables, salvo determinadas excepciones contempladas en la Ley.

Asimismo, la norma recoge una amplia casuística con relación a las operaciones de pago no ejecutadas o ejecutadas defectuosamente, así como las indemnizaciones correspondientes.

Respecto a las nuevas entidades de pago, estas son personas jurídicas a las cuales se les ha otorgado autorización para prestar y ejecutar todos o algunos de los servicios de pago contemplados en la norma. Su creación, así como el establecimiento en España de sucursales no autorizadas en un Estado miembro de la UE, corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España y del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias en los aspectos de su competencia. Deberán contar con una serie de requisitos, como una buena organización administrativa y contable y unos procedimientos de control interno adecuados, la idoneidad de los accionistas que vayan a tener una participación significativa, la honorabilidad comercial y profesional de sus directivos, y los requisitos de capital mínimo que se establecerán reglamentariamente.

Estas entidades no podrán llevar a cabo la captación de depósitos u otros fondos reembolsables del público, ni emitir dinero electrónico, y deberán prestar los servicios de pago a través de unas cuentas, denominadas «cuentas de pago», que están sometidas a unas condiciones restrictivas reguladas normativamente. No obstante, podrán realizar actividades económicas distintas a la prestación de servicios de pago. También podrán conceder créditos en relación con los servicios de pago si se cumplen ciertas condiciones, como que sean concedidos con fondos ajenos a los recibidos para otras operaciones y que se reembolsen dentro de un plazo corto, que en ningún caso supere los doce meses.

Por otro lado, deberán salvaguardar los fondos recibidos de los usuarios de servicios de pago o en la ejecución de tales servicios, bien mediante una adecuada separación y su depósito en entidades de crédito o su inversión en activos líquidos y seguros, o bien mediante la suscripción de una póliza de seguros u otra garantía comparable.

El control y la inspección de las entidades de pago corresponderán al Banco de España, siendo de aplicación el marco establecido en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, con las adaptaciones que reglamentariamente se determinen.

SERVICIOS DE INVERSIÓN: INFORME ANUAL DEL AUDITOR SOBRE PROTECCIÓN DE ACTIVOS DE CLIENTES.—La *Circular 5/2009 de la CNMV, de 25 de noviembre* (BOE del 8 de diciembre), reguló el informe anual del auditor sobre protección de activos de clientes (IAAPAC), de conformidad con lo que establece el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

La Circular fija el contenido y los criterios que deben seguir los auditores externos en la elaboración del IAAPAC. En particular, especifica el ámbito de actuación de estos profesionales, identificando las áreas de revisión que les son de aplicación. La metodología empleada deberá estar a disposición de la CNMV. En el caso de entidades de crédito, la opinión del auditor se referirá, exclusivamente, a la adecuación de los sistemas y controles establecidos por estas para cumplir con las reglas referidas a la custodia y administración de los instrumentos financieros.

DIRECTIVA SOBRE EL SEGURO DE VIDA, EL ACCESO A LA ACTIVIDAD DE SEGURO Y DE REASEGURO, Y SU EJERCICIO.—Se publicó la *Directiva 2009/138/CE, del Parlamento Eu-*

ropeo y del Consejo, de 25 de noviembre (DOUE del 17 de diciembre), sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro, y su ejercicio (solvencia II).

La Directiva establece un único marco legal dentro del cual las empresas de seguros y de reaseguros (en adelante, las entidades aseguradoras) desarrollen su actividad en toda la UE, siendo un instrumento esencial para la realización del mercado interior en este sector. Asimismo, se integra en un solo texto la regulación relativa al acceso a la actividad de seguro y de reaseguro, así como las normas referentes a la supervisión de los grupos de seguros, a los procedimientos de saneamiento y liquidación de las empresas de seguros, entre otras, derogando un amplio elenco de directivas que regulaban hasta la fecha este sector.

Por otro lado, asume la filosofía comunitaria de sus antecesoras, en consonancia con el resto de la normativa del sector financiero, que consiste en establecer la armonización necesaria y suficiente para lograr el reconocimiento mutuo de las autorizaciones y los sistemas de supervisión, y, por ende, una autorización única válida en la UE, que haga posible la supervisión de la entidad por el Estado miembro de origen, y el desarrollo de alguna o todas sus actividades, mediante el establecimiento de sucursales o la prestación de servicios.

De forma similar a las entidades de crédito, la Directiva incorpora en el campo asegurador el nuevo enfoque supervisor contenido en Basilea II, con el objetivo de que las entidades tengan un nivel de fondos propios acorde con su perfil de riesgos global.

Para reforzar el régimen de solvencia, las entidades dispondrán de un sistema eficaz de gestión de riesgos y de control interno, que constará, como mínimo, de procedimientos administrativos y contables, de un marco de control interno, de mecanismos adecuados de información a todos los niveles de la empresa y de una función de verificación del cumplimiento.

Finalmente, la Directiva refleja un modelo de supervisión innovador en el que se asigna un papel clave a un supervisor de grupo, designado entre las autoridades de supervisión implicadas; se establece el intercambio de información entre las autoridades de supervisión de los Estados miembros, y los acuerdos de cooperación con terceros países.

MERCADO DE VALORES: COMUNICACIÓN DE INFORMACIÓN RELEVANTE. — Se publicó la *Circular 4/2009 de la CNMV, de 4 de noviembre* (BOE del 12), sobre comunicación de información relevante que los emisores de valores deben difundir al mercado y a la CNMV, que concreta el modo de efectuar tales comunicaciones a la CNMV, de conformidad con la habilitación otorgada a la CNMV por la Orden EHA/1421/2009, de 1 de junio.

La Circular establece un canal de comunicación directo entre los emisores y la CNMV, a través de la nueva figura del interlocutor. Además, incluye como anejo una lista indicativa de supuestos que se consideran información relevante, con la intención de facilitar su identificación y posterior valoración por parte de los emisores. Para su utilización, habrán de tenerse en cuenta los tipos de instrumentos financieros emitidos por cada emisor, distinguiendo, entre otras cuestiones, si se trata de valores de renta fija o variable.

Finalmente, las comunicaciones de información relevante y las personas designadas para actuar como interlocutores autorizados serán remitidas a la CNMV por vía telemática por los emisores de valores admitidos a negociación.

SISTEMAS DE INDEMNIZACIÓN DE LOS INVERSORES: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA. — El *Real Decreto 1819/2009, de 27 de noviembre* (BOE del 28), modificó el Real Decre-

to 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, para realizar una modificación puntual a la hora de fijar las aportaciones al Fondo de Garantía de Inversiones, que compensara parcialmente el incremento derivado del aumento de los importes garantizados, que pasaron de 20.000 euros a 100.000 euros por titular y entidad, introducidos por el Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre.

DICIEMBRE 2009

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN TEMPORAL DE LAS NORMAS RELATIVAS A LA ADMISIBILIDAD DE ACTIVOS DE GARANTÍA. — Se publicaron la *Orientación BCE/2009/24, de 10 de diciembre* (DOUE del 16), que modificó la *Orientación BCE/2008/18, de 21 de noviembre*, sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía, y la *Resolución de 23 de diciembre de 2009 de la Comisión Ejecutiva del Banco de España* (BOE del 30), que modificó la del 26 de noviembre de 2008, sobre cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria, para adaptarla a la nueva Orientación. En ambos casos, se trata de prorrogar durante doce meses, es decir, hasta el 31 de diciembre de 2010, la aplicación de estos criterios temporales, de carácter extraordinario, con la finalidad de mejorar la liquidez de las entidades de crédito.

FONDO DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS EN CAJAS DE AHORRO: MODIFICACIÓN DE SUS APORTACIONES. — La *Orden EHA/3515/2009, de 29 de diciembre* (BOE del 31), por la que modifican las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro, en virtud de las facultades otorgadas por el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, al Ministerio de Economía y Hacienda.

Así, a la vista de la situación patrimonial alcanzada por el Fondo y las perspectivas del sector, las aportaciones se han reducido del 2‰ al 1‰ de su base de cálculo, establecida en el mencionado Real Decreto. La Orden entró en vigor el 31 de diciembre, siendo de aplicación a las aportaciones que se desembolsen a partir de esa fecha.

INFORMACIÓN SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL, SOBRE LAS OFICINAS Y SOBRE LOS ALTOS CARGOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y DE OTRAS ENTIDADES SUPERVISADAS. — Se publicó la *CBE 1/2009, de 18 de diciembre* (BOE del 31), relativa a la información sobre la estructura de capital y las cuotas participativas de las entidades de crédito, sobre sus oficinas y sobre los altos cargos de dichas entidades y de otras supervisadas, con objeto de actualizar su normativa y de armonizar los datos que deben declararse para facilitar su tratamiento y gestión informática.

En lo referente a la estructura de capital, los bancos, las cooperativas de crédito, los establecimientos financieros de crédito y, como novedad, las EDE comunicarán al Banco de España, tan pronto como lo conozcan, y como máximo en el plazo de diez días hábiles desde la anotación en el libro registro de acciones o aportaciones nominativas, los aumentos o disminuciones de los nuevos umbrales de participaciones significativas (10%, 20%, 30% o 50%) y las que, sin llegar al 10%, permitan ejercer una influencia notable en la entidad, entendiéndose esta como la posibilidad de nombrar o destituir a algún miembro del órgano de administración.

En relación con las cuotas participativas, se regula, por primera vez, la información que tienen que comunicar las cajas de ahorros que emitan cuotas participativas, conforme a lo establecido en el Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero. Así, cada trimestre, remitirán al Banco de España una relación de todos los cuotapartícipes que tengan la condición de entidades financieras y de los que, no siéndolo, tengan a su nombre cuotas que representen un porcentaje igual o superior al 0,5% del volumen total en circulación.

Respecto a las oficinas, las entidades de crédito continuarán informando al Banco de España de la apertura, cesión, traspaso o cierre de sus oficinas en España. Además, como novedad, comunicarán las oficinas operativas en los países en los que haya sido autorizada la apertura de sucursal, y las oficinas de representación. De estos dos últimos apartados quedan excluidas las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras.

Finalmente, se amplía la obligación de información sobre altos cargos, ya que se extiende, a efectos meramente informativos, a aquellas personas que, reuniendo los requisitos de apoderamiento general y de dependencia establecidos legalmente para los directores generales o asimilados, limiten sus funciones de alta dirección a un área de actividad específica, siempre que se integren en una estructura organizativa de dirección que asuma al máximo nivel la gestión diaria de la entidad.

SOCIEDADES Y SERVICIOS DE TASACIÓN HOMOLOGADOS: INFORMACIÓN QUE DEBEN REMITIR AL BANCO DE ESPAÑA. — La *CBE 2/2009, de 18 de diciembre* (BOE del 31), modificó la *CBE 3/1998, de 27 de enero*, sobre la información que deben rendir al Banco de España las sociedades y servicios de tasación homologados, con el propósito de actualizarla y armonizarla con la del resto de entidades supervisadas.

Se adaptan los formatos del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias reservados a los cambios contables derivados del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el PGC, o, en su caso, del Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueban el PGC de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas. Dichos estados deberán remitirse cada año al Banco de España antes del 28 de febrero (antes disponían de plazo hasta el 31 de marzo).

Asimismo, se actualiza el régimen de presentación de la información, que, salvo en casos excepcionales y debidamente justificados, se hará por medios telemáticos.

ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO DE MONEDA: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA. — La *CBE 3/2009, de 18 de diciembre* (BOE del 31), modificó la *CBE 6/2001, de 29 de octubre*, sobre titulares de establecimientos de cambio de moneda. Su propósito es simplificar e incorporar diversas mejoras técnicas en la información exigida a los establecimientos de cambio, así como dotarla de cierta uniformidad con la exigida a otras entidades supervisadas.

Al igual que la circular anterior, se adaptan los formatos del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias reservados a los cambios contables derivados del PGC o, en su caso, del PGC de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas. Dichos estados deberán remitirse al Banco de España, por aquellos titulares que realizan operaciones de compraventa de billetes extranjeros o de cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior, antes del 28 de febrero de cada año (antes disponían de plazo hasta el 31 de marzo).

Respecto a la información sobre su estructura de capital, se introducen ciertas novedades. Así, tan pronto como sean conocidas, y como máximo en el plazo de diez días hábiles desde la anotación en el libro registro de acciones nominativas, el titular del establecimiento de cambio comunicará las adquisiciones o cesiones de participaciones significativas (10% del capital), o que, sin llegar a dicho porcentaje, le permitan ejercer una influencia notable en el establecimiento. Esta información se actualizará cada vez que se produzcan variaciones netas en la participación que representen, al menos, el 5%.

Finalmente, se actualiza el régimen de presentación de la información, que, salvo en casos excepcionales, se hará por medios telemáticos, y se concentra en sus oficinas centrales la recepción de cuanta documentación guarde relación con los titulares de establecimientos.

CONTROL INTERNO DE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA Y DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN.—Se publicó la *Circular 6/2009 de la CNMV, de 9 de diciembre* (BOE del 21), sobre el control interno de las SGIC y de las sociedades de inversión.

La Circular realiza un desarrollo de los requisitos organizativos y obligaciones de control interno que la normativa exige tanto a las SGIC como a las sociedades de inversión autogestionadas (en adelante, las sociedades), en línea con lo establecido en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de LIC, y en su Reglamento, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Las principales novedades son las siguientes: 1) se aborda la responsabilidad del consejo de administración de las sociedades en la implantación y mantenimiento de unos procedimientos y políticas de control interno y de una estructura y organización interna que garanticen el correcto funcionamiento de las funciones de gestión de riesgos; 2) se exigen la creación y el mantenimiento de tres unidades de control interno, que funcionen de manera independiente (gestión de riesgos, cumplimiento normativo y auditoría interna), y 3) se establecen de manera exhaustiva los requisitos de organización interna, las funciones que deben llevar a cabo cada una de las citadas unidades, y los requisitos a los que debe someterse, en su caso, la delegación de sus respectivas funciones.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2010.—Como es habitual en el mes de diciembre, se ha publicado la *Ley 26/2009, de 23 de diciembre* (BOE del 24), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010. Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados:

Se introduce una modificación puntual de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, en lo que se refiere al régimen jurídico aplicable a las garantías constituidas a favor del Banco de España, del BCE o de otros BCN de la UE, en el ejercicio de sus funciones de política monetaria.

Se autoriza al Gobierno para que incremente el saldo vivo de la deuda del Estado durante 2010, con la limitación de que dicho saldo no supere el correspondiente a primeros de año en más de 78.136 millones de euros (50.247 millones de euros fue la limitación del presupuesto anterior), permitiéndose que dicho límite sea sobrepasado durante el curso del ejercicio, previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, y estableciendo los supuestos en que quedará automáticamente revisado.

Por lo que se refiere al IRPF, a partir de 2010 se suprime la deducción de 400 euros por obtención de rendimientos del trabajo o de actividades económicas superiores a 12.000 euros anuales. Por debajo de esa cantidad se establece una escala en función de la base imponible. Además, la base liquidable del ahorro, en la parte que no corresponda con el mínimo personal y familiar, se gravará al 19% hasta 6.000 euros de base liquidable, y al 21% desde 6.000 euros en adelante (anteriormente, el tipo de gravamen estaba establecido en el 18% para cualquier importe de la base). Asimismo, cabe reseñar el incremento del porcentaje de retención y de ingresos a cuenta de determinados rendimientos; en especial, de los derivados del capital mobiliario, que pasa del 18% al 19%.

Por lo que se refiere al impuesto de sociedades, una de las principales novedades es la reducción del tipo de gravamen aplicable a las pymes por mantenimiento o creación de empleo. Concretamente, para cada uno de los períodos impositivos 2009, 2010 y 2011, los contribuyentes que ejerzan actividades económicas cuyo importe neto de la cifra de negocios para el conjunto de ellas sea inferior a 5 millones de euros y tengan una plantilla media inferior a 25 empleados tributarán al 20% por la parte de la base imponible hasta 120.202,41 euros, y al 25% por la base restante. Esta medida se extiende en el IRPF a los empresarios y profesionales individuales que cumplan los mismos requisitos, ya que podrán reducir en un 20% el rendimiento neto positivo declarado, si mantienen o crean empleo.

En la imposición indirecta cabe destacar la elevación de los tipos impositivos general y reducido del IVA, que pasan del 16% y del 7% al 18% y al 8%, respectivamente, que se comenzará a aplicar a partir del segundo semestre de 2010.

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora. El primero se mantiene en el 4% y el segundo se reduce del 7% al 5%.

PLAN GENERAL DE CONTABILIDAD: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA. — El *Real Decreto 2003/2009, de 23 de diciembre* (BOE del 29), modificó el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el PGC, para ampliar, de forma excepcional, hasta el 31 de diciembre de 2010 la vigencia de los criterios por los que se establece la delimitación entre fondos propios y fondos ajenos, recogidos en la Orden ECO/3614/2003, de 16 de diciembre, por la que se aprueban las normas sobre los aspectos contables de las sociedades cooperativas.

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS. — La *Orientación BCE/2009/23, de 4 de diciembre* (DOUE del 21 de enero), actualizó la Orientación BCE/2007/9, de 1 de agosto, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros.

Las novedades son las siguientes: 1) se establecen nuevas estadísticas para los fondos del mercado monetario (FMM), detallándose los ámbitos de información, los ajustes de los flujos, las frecuencias y plazos de presentación, la extrapolación y su política de revisiones; 2) se precisan nuevas exigencias de información para los préstamos concedidos por las IFM de la zona del euro a las sociedades no financieras, con un desglose por rama de actividad, con el fin de mejorar el análisis económico y monetario de la evolución del crédito; 3) se introducen, por primera vez, normas sobre la extrapolación de los datos de los FMM y la selección de la población informadora de referencia más representativa, y se actualizan las referentes a la extrapolación de los datos de las IFM, y 4) se suprimen las estadísticas sobre la titulización y otras transferencias de préstamos de las IFM inicialmente concedidos a instituciones distintas de las IFM, ya que no resulta necesario a la vista de las mayores exigencias de información sobre dichas partidas en el balance de las IFM, introducidas por el Reglamento 25/2009.

ENERO 2010

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA RELATIVA A LAS ESTADÍSTICAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS. — La *CBE 1/2010, de 27 de enero* (BOE del 5 de febrero), sustituyó a la CBE 4/2002, de 25 de junio, sobre estadísticas de los tipos de interés que se aplican a los depósitos y a los créditos frente a los hogares y las sociedades no financieras.

Las principales novedades son las siguientes: a) se añade un nuevo límite, al ya existente, para que una entidad de crédito sea considerada entidad declarante, de modo que ostentarán dicha condición las entidades que al 31 de diciembre de 2009 tengan en el estado

UEM.1 (balance resumido) un activo total por un importe igual o superior a 1.500 millones de euros; 2) se mantienen los dos estados (uno, relativo a los *tipos de interés de los saldos vivos*, y otro, a los *de las nuevas operaciones*), que deben remitir al Banco de España dentro de los quince primeros días del mes siguiente, incorporando ciertas actualizaciones; 3) en la clasificación por plazos, se establece como norma general que los depósitos a plazo se clasifiquen por su plazo de origen, y los créditos, por el período inicial de fijación del tipo de interés, sujeto a determinadas condiciones, según el tipo de crédito; 4) se introducen requerimientos adicionales de información para las nuevas operaciones de préstamos y créditos, tanto en el período de fijación inicial del tipo de interés como en el vencimiento, así como un mayor desglose en los importes de las mismas; 5) se revisan los criterios de declaración de los créditos renovables, de los descubiertos y de las tarjetas de crédito de pago aplazado, y 6) se especifican los criterios para el cálculo de los tipos de interés medios de los depósitos estructurados a plazo.

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVADA. —La *CBE 2/2010, de 27 de enero* (BOE del 5 de febrero), modificó la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

Las principales novedades son las siguientes: 1) se establecen mayores exigencias estadísticas en los estados actuales y se crean cinco nuevos estados: UEM.9 (detalle de algunos activos y pasivos), UEM.10 (coeficiente de reservas mínimas), UEM.11 (titulizaciones y otras transferencias de préstamos, datos mensuales), UEM.12 (titulizaciones y otras transferencias de préstamos, datos trimestrales) y UEM.13 (detalle de algunos préstamos y créditos); 2) se introducen ciertas modificaciones en las normas específicas para la confección de los estados UEM existentes; 3) se actualizan los criterios de clasificación por plazos de los diferentes activos y pasivos, y se establecen otros nuevos, como los referidos a los pasivos asociados a activos transferidos en titulizaciones, que se clasificarán, cualquiera que sea su vencimiento inicial, como depósitos a plazo a más de dos años; 4) se prevén ciertas excepciones para las entidades de menor tamaño, con el fin de reducir la excesiva carga administrativa ante el incremento de los requerimientos de información, y 5) se amplía el contenido de la información del registro contable especial de operaciones hipotecarias.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2010 Y ENERO DE 2011. — Se publicaron la *Orden EHA/35/2010, de 20 de enero* (BOE del 21), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2010 y enero de 2011, y las *resoluciones de 21 y de 22 de enero de 2010, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera* (BOE del 26 y del 29), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y el mes de enero siguiente.

En general, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes. Respecto a los procedimientos de emisión, prosiguen los sistemas actuales, es decir, mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas) y mediante otros procedimientos. Asimismo, se mantiene la posibilidad de excluir, a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medios ponderados, aquellas peticiones competitivas, tanto de letras como bonos y obligaciones, que se consideren no representativas de la situación del mercado, para no distorsionar el resultado de las subastas.

En lo que se refiere a las letras del Tesoro, la principal novedad es el reinicio, a partir de febrero, de las emisiones a dieciocho meses. De este modo, las letras a dieciocho meses

que se pongan en oferta en los meses impares tendrán el mismo vencimiento que las emitidas en el mes anterior, para mejorar su grado de liquidez. Además, para facilitar la reinversión, se posponen del segundo al cuarto martes de cada mes las subastas de letras a tres y a seis meses, y se fijan para el tercer martes las de doce y las recién incorporadas de dieciocho meses.

En lo referente a los bonos y obligaciones del Estado, se mantienen los criterios y procedimientos de emisión establecidos en 2009. Así, las subastas se efectuarán, salvo excepciones, el primer jueves de cada mes para los bonos y el tercer jueves para las obligaciones, manteniendo en su desarrollo y resolución la misma configuración actual.

FEBRERO 2010

No hubo regulación financiera relevante.

MARZO 2010

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LOS INSTRUMENTOS Y PROCEDIMIENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA.—La *Orientación BCE/2010/1, de 4 de marzo* (DOUE del 12), modificó la *Orientación BCE/2000/7, de 31 de agosto de 2000*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema, con el fin de actualizar los requisitos de calidad de los bonos de titulización como activos admisibles del Eurosistema.

En este sentido, para los bonos de titulización que se emitan a partir del 1 de marzo, el Eurosistema exigirá, al menos, dos evaluaciones de calidad crediticia (antes era una) por ECAI aceptadas. Para determinar su admisibilidad, así como para verificar el umbral de calidad crediticia de estos activos, se aplicará la regla de la segunda mejor evaluación. De este modo, para que los bonos sean admisibles el Eurosistema requerirá que ambas evaluaciones de calidad crediticia sean de «AAA»/«Aaa» en la emisión, y de «A» durante la vida del bono.

Los bonos de titulización emitidos con anterioridad a esa fecha, y que solo tengan una única evaluación de calidad crediticia, disponen de un período de adaptación de un año —esto es, hasta el 1 de marzo de 2011— para obtener una segunda calificación crediticia a fin de seguir siendo admisibles. Una vez cuenten con dos calificaciones, la segunda mejor tendrá que cumplir con el mínimo de «A» durante toda su vida.

FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS: MODIFICACIÓN PARCIAL DE SUS DIRECTRICES DE INVERSIÓN.—La *Resolución de 9 de marzo de 2010, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera* (BOE del 16), publicó el Acuerdo adoptado por el Consejo Rector del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), sobre la modificación parcial de sus directrices de inversión.

En las directrices generales de inversión y de diversificación del FAAF, entre otros criterios, se establecía que, para garantizar una adecuada diversificación de los activos, tanto en su cartera de adquisiciones en firme como en su cartera de operaciones simultáneas, no podía mantener más de un 10% de las mismas en valores de una misma entidad. Dado que el FAAF ya no realizará más inversiones, al no ser posible la celebración de subastas con posterioridad al 31 de diciembre de 2009, la Resolución permite que ese límite pueda ser superado cuando concorra alguna de las siguientes circunstancias: a) vencimiento de las operaciones simultáneas y de los valores que integran la cartera de adquisiciones en firme, y b) operaciones de modificación estructural de las entidades de crédito adjudicatarias de las subastas del FAAF.

2 Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación

MATERIAS	FECHA DE LA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
1 SEBC, BCE Y BANCO DE ESPAÑA		
a) Política monetaria		
BCE: modificación de la normativa sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema	23.10.2008 20.1.2009 22.1.2009 7.5.2009 21.5.2009 4.3.2010	Abr 2009 Jul-Ago 2009 Abr 2010
BCE: modificación temporal de las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía	10.12.2009 23.12.2009	Ene 2010
b) Sistemas de pagos		
Sistema TARGET2: actualización de su normativa	7.5.2009 17.9.2009	Jul-Ago 2009 Oct 2009
Directiva sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y directiva sobre acuerdos de garantía financiera: actualización de su normativa	6.5.2009	Jul-Ago 2009
Servicios de pago: nueva normativa	13.11.2009	Ene 2010
c) Otras áreas		
BCE: estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización	19.12.2008	Abr 2009
BCE: balance del sector de las instituciones financieras monetarias	19.12.2008	Abr 2009
BCE: modificación de la normativa sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros	19.12.2008 4.12.2009	Abr 2009 Abr 2010
BCE: modificación del régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el SEBC	12.12.2008	Abr 2009
BCE: estadísticas de los tipos de interés de las instituciones financieras monetarias	31.03.2009	Jul-Ago 2009
BCE: servicios de gestión de reservas por el Eurosistema	28.5.2009	Jul-Ago 2009
SEBC: modificación del régimen jurídico de la contabilidad y de la información financiera	17.7.2009	Oct 2009
SEBC: modificación de la normativa de las estadísticas de finanzas públicas	31.7.2009	Oct 2009
BCE: modificación de la normativa relativa a la obtención de información estadística	9.10.2009	Ene 2010
2 INSTITUCIONES FINANCIERAS		
Modificación del régimen de las participaciones significativas en las entidades financieras	29.6.2009 27.11.2009	Jul-Ago 2009 Ene 2010
a) Entidades de crédito		
Ministerio de Economía y Hacienda: concesión de garantías	28.3.2009 29.3.2009	Abr 2009
Reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito	26.6.2009	Jul-Ago 2009
Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro: modificación de sus aportaciones	29.12.2009	Ene 2010
Información sobre la estructura de capital, sobre las oficinas y sobre los altos cargos de las entidades de crédito y de otras entidades supervisadas	18.12.2009	Ene 2009
Modificación de la normativa relativa a las estadísticas de los tipos de interés	27.1.2010	Abr 2010
Modificación de las normas de información financiera pública y reservada	27.1.2010	Abr 2010
Fondo para la Adquisición de Activos Financieros: modificación parcial de sus directrices de inversión	9.3.2010	Abr 2010
b) Instituciones de inversión colectiva		
Categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora	4.2.2009	Abr 2009
Informe semestral de los depositarios	25.3.2009	Jul-Ago 2009

MATERIAS	FECHA DE LA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI)	26.10.2009	Ene 2009
Control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de las sociedades de inversión	9.12.2009	Ene 2010
c) Otras instituciones		
Entidades de capital-riesgo: normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada	30.12.2008	Abr 2009
Empresas de asesoramiento financiero	30.12.2008	Abr 2009
Solvencia de las empresas de servicios de inversión y de sus grupos consolidables: modificación de la normativa	30.12.2008	Abr 2009
Sistema de documentación estadístico-contable de las entidades gestoras de fondos de pensiones	6.2.2009	Abr 2009
Fondos de titulización: normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y reservados	25.3.2009	Abr 2009
Sociedades de garantía recíproca: información contable	26.5.2009	Jul-Ago 2009
Entidades aseguradoras: modelos de documentación estadístico-contable	10.7.2009	Abr 2009
Planes y fondos de pensiones: modificación del reglamento	31.7.2009	Oct 2009
Seguros privados y mutualidades de previsión social: modificación de sus reglamentos	31.7.2009	Oct 2009
Sociedades y servicios de tasación homologados: información que deben remitir al Banco de España	18.12.2009	Ene 2010
Establecimientos de cambio de moneda: modificación de su normativa	18.12.2009	Ene 2010
3 MERCADO DE VALORES		
a) Mercado de deuda pública		
Condiciones de emisión durante 2009 y enero de 2010	29.12.2008 21.1.2009	Abr 2009
Condiciones de emisión durante 2009 y enero de 2010	20.1.2010 21.1.2010 22.1.2010	Abr 2010
b) Mercados de valores privados		
Normas contables de determinadas entidades rectoras de los mercados secundarios de valores	10.12.2008	Abr 2009
Mercado hipotecario: modificación de la normativa	29.12.2008	Abr 2009
Comunicación de información relevante	1.6.2009 4.11.2009	Jul-Ago 2009 Ene 2010
Servicios de inversión: informe anual del auditor sobre protección de activos de clientes	25.11.2009	Ene 2010
Sistemas de indemnización de los inversores: modificación de la normativa	27.11.2009	Ene 2010
4 LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA		
Modificación de la directiva comunitaria relativa a los sistemas de garantía de depósitos	11.3.2009	Abr 2009
Modificación del protocolo sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo de los países de la UE	25.5.2009	Abr 2009
Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM): nueva directiva	13.7.2009	Oct 2009
Directiva sobre las técnicas relativas a la gestión de riesgos de las entidades de crédito en la Unión Europea: modificación de su normativa	27.7.2009	Oct 2009
Entidades de dinero electrónico: nueva directiva	16.9.2009	Oct 2009
Fusiones y escisiones: modificación de las obligaciones de información	16.9.2009	Oct 2009
Agencias de calificación crediticia: nuevo reglamento comunitario	16.9.2009	Oct 2009
Directiva sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro, y su ejercicio.	25.11.2009	Ene 2010
Modificación de determinadas directivas comunitarias en lo referente al régimen de solvencia y supervisión de las entidades	16.9.2009	Abr 2010

MATERIAS	FECHA DE LA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
5 NORMAS FISCALES Y OTRAS MATERIAS		
Medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica	27.3.2009	Abr 2009
Contratación de créditos y préstamos hipotecarios y otros servicios de intermediación por empresas no financieras	31.3.2009	Jul-Ago 2009
Presupuestos Generales del Estado para el año 2010	23.12.2009	Ene 2010
Plan General de Contabilidad: modificación de su normativa	23.12.2009	Ene 2010

ÍNDICES

Índice de cuadros

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	22
Cuadro 2.1	Intensidad de capital en relación con la UEM	43
Cuadro 2.2	Indicadores de capital humano	48
Cuadro 2.3	Indicadores de capital tecnológico y resultados de la I + D + i	55
Cuadro 3.1	Principales indicadores macroeconómicos	66
Cuadro 4.1	Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	96
Cuadro 4.2	Principales indicadores estructurales en la zona del euro	113
Cuadro 5.1	Principales medidas de estímulo aplicadas en 2009	123
Cuadro 5.2	Principales operaciones no financieras de las AAPP	124
Cuadro 5.3	Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	128
Cuadro 6.1	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	155
Cuadro 6.2	Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados	156
Cuadro 6.3	Entidades de crédito. Balance y cuenta de resultados	158
Cuadro 6.4	Operaciones financieras de la nación	168
Cuadro 7.1	Entidades bajo supervisión del Banco de España	184

Índice de gráficos

Gráfico 1.1	PIB, consumo privado, empleo y formación bruta de capital fijo	16
Gráfico 1.2	Necesidad de financiación de la economía	24
Gráfico 1.3	Diferencial de inflación de España con la UEM	25
Gráfico 1.4	Financiación de hogares y sociedades no financieras	28
Gráfico 1.5	Empleo y paro	32
Gráfico 2.1	Distribución sectorial del stock de capital no residencial	44
Gráfico 2.2	Evolución de la población activa y de la tasa de actividad	48
Gráfico 2.3	Distribución de la población de 25-64 años según niveles de ingresos laborales	50
Gráfico 2.4	Descomposición del crecimiento económico en España	57
Gráfico 2.5	Productividad del trabajo y productividad total de los factores	59
Gráfico 3.1	Actividad económica global	67
Gráfico 3.2	Producción industrial y comercio internacional	68
Gráfico 3.3	Inflación y precios de materias primas	69
Gráfico 3.4	Mercados financieros internacionales	71
Gráfico 3.5	Actividad económica y empleo	72
Gráfico 3.6	Política monetaria y fiscal	74
Gráfico 3.7	Cuantía de las medidas de apoyo financiero	77
Gráfico 3.8	Tipos de cambio y flujos de capital	78
Gráfico 3.9	Financiación del sector privado	80
Gráfico 3.10	Previsiones de crecimiento para 2010	88
Gráfico 4.1	UEM: composición del crecimiento	97
Gráfico 4.2	UEM: indicadores de mercado de trabajo y precios	98
Gráfico 4.3	Financiación al sector privado	99
Gráfico 4.4	Política monetaria de la zona del euro	100
Gráfico 4.5	Condiciones financieras en la zona del euro	102
Gráfico 4.6	UEM: política fiscal	103
Gráfico 4.7	Holgura de las condiciones económicas	107
Gráfico 5.1	Caracterización del ciclo actual	120
Gráfico 5.2	Financiación de los sectores residentes no financieros y precio de los activos	122
Gráfico 5.3	Principales agregados macroeconómicos	128
Gráfico 5.4	Consumo final de los hogares	129
Gráfico 5.5	Inversión en vivienda e inversión productiva privada	133
Gráfico 5.6	Demanda exterior y principales determinantes	135
Gráfico 5.7	Cuotas de exportación y penetración de importaciones	136
Gráfico 5.8	VAB y empleo por ramas de actividad	137
Gráfico 5.9	Empleo y salarios	138
Gráfico 5.10	Determinantes de la evolución de la inflación	141
Gráfico 5.11	Cuenta del resto del mundo	145
Gráfico 5.12	Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación	145
Gráfico 6.1	Tipos de interés, condiciones de oferta, crédito y ratios de morosidad	150
Gráfico 6.2	Precios negociados en los mercados financieros	157

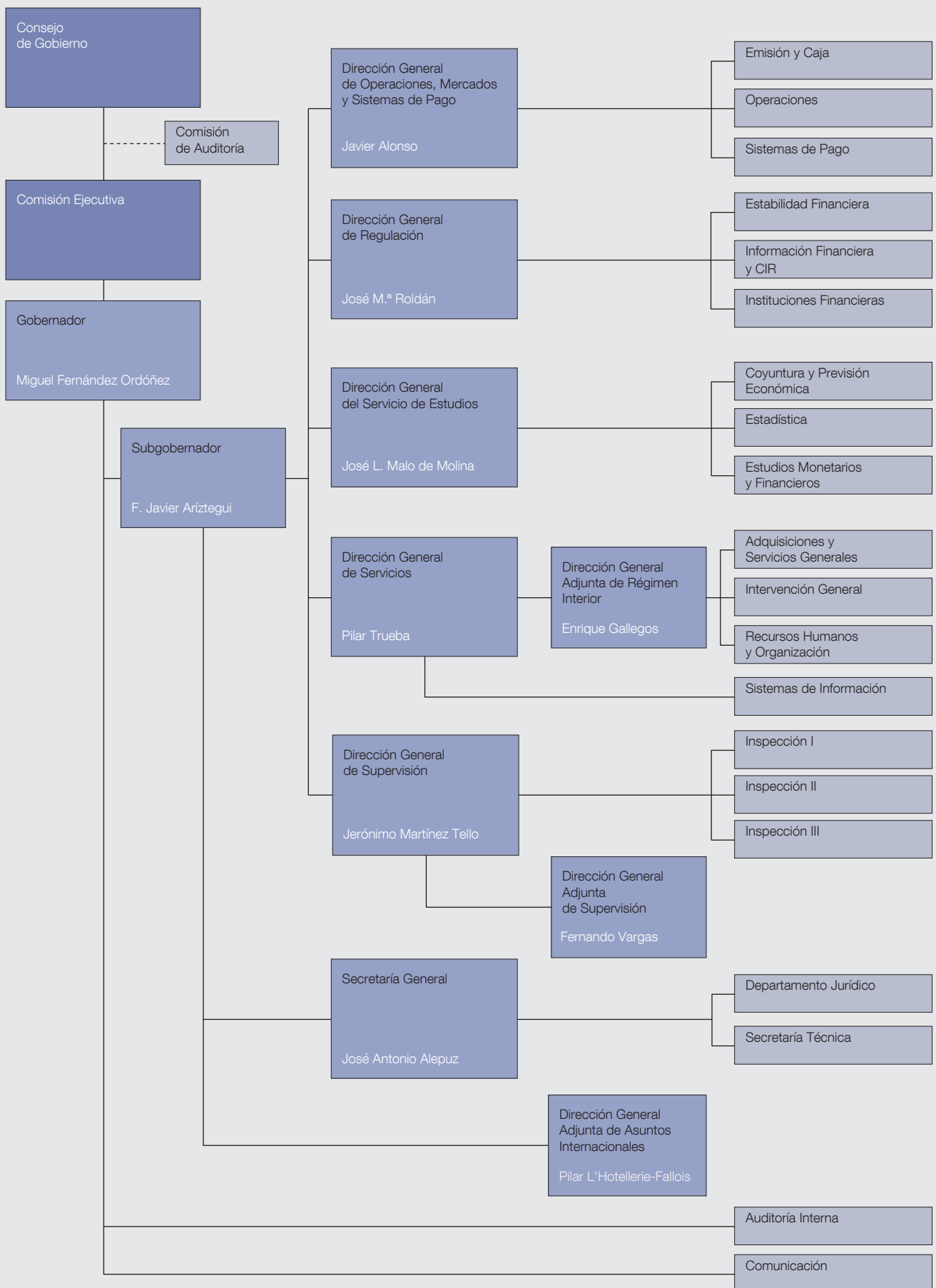
Gráfico 6.3	Inversores institucionales	160
Gráfico 6.4	Riqueza de los hogares y precio de la vivienda	164
Gráfico 6.5	Financiación de las sociedades no financieras	165
Gráfico 6.6	Indicadores de rentabilidad y presión financiera de las sociedades no financieras	165
Gráfico 6.7	Administraciones Públicas	166
Gráfico 6.8	Operaciones financieras netas	167

Índice de recuadros

Recuadro 1.1	Las perspectivas de la evolución del crédito al sector privado en la economía española	30
Recuadro 1.2	Ajuste fiscal y dinámica de la deuda pública en España	35
Recuadro 2.1	La desaparición de empresas en España durante la crisis económica	45
Recuadro 2.2	Efectos en el largo plazo del desempleo de larga duración	52
Recuadro 3.1	La actuación de los bancos centrales de Estados Unidos y de Reino Unido durante la crisis	75
Recuadro 3.2	El nuevo marco de coordinación de la regulación, supervisión y vigilancia financieras globales	85
Recuadro 4.1	Los diferenciales de la deuda soberana en la zona del euro	105
Recuadro 4.2	La consolidación fiscal en los países de la UEM	111
Recuadro 5.1	El ajuste del sector inmobiliario en España y su impacto macroeconómico	131
Recuadro 5.2	La corrección del déficit exterior en España	143
Recuadro 6.1	Medidas de apoyo a las entidades de crédito españolas en el contexto de la crisis financiera internacional	152
Recuadro 6.2	La posición patrimonial del sector privado no financiero con una perspectiva histórica	162

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO
DEL BANCO DE ESPAÑA

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



Consejo de Gobierno

GOBERNADOR	Miguel Fernández Ordóñez
SUBGOBERNADOR	F. Javier Aríztegui
CONSEJEROS	Jesús Leguina Ángel Luis López Roa Guillem López José María Marín Vicente Salas Ana M.ª Sánchez Trujillo
DIRECTORA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Soledad Núñez
VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Fernando Restoy
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO (<i>Con voz y sin voto</i>)	José Luis Malo de Molina José María Roldán Pilar Trueba Javier Alonso Jerónimo Martínez Tello
SECRETARIO (<i>Con voz y sin voto</i>)	José Antonio Alepuz
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO (<i>Con voz y sin voto</i>)	M.ª Luisa Teijeiro

Comisión Ejecutiva

GOBERNADOR	Miguel Fernández Ordóñez
SUBGOBERNADOR	F. Javier Aríztegui
CONSEJEROS	Ángel Luis López Roa Vicente Salas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO (<i>Con voz y sin voto</i>)	José Luis Malo de Molina José María Roldán Pilar Trueba Javier Alonso Jerónimo Martínez Tello
SECRETARIO (<i>Con voz y sin voto</i>)	José Antonio Alepuz

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Central de Información de Riesgos (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 56 JUAN AYUSO HUERTAS: Riesgo cambiario y riesgo de tipo de interés bajo regímenes alternativos de tipo de cambio (1996).
- 57 OLYMPIA BOVER, MANUEL ARELLANO Y SAMUEL BENTOLILA: Duración del desempleo, duración de las prestaciones y ciclo económico (1996). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 58 JOSÉ MARÍN ARCAS: Efectos estabilizadores de la política fiscal. Tomos I y II (1997). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 59 JOSÉ LUIS ESCRIVÁ, IGNACIO FUENTES, FERNANDO GUTIÉRREZ Y M.ª TERESA SASTRE: El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea (1997).
- 60 ANA BUISÁN Y ESTHER GORDO: El sector exterior en España (1997).
- 61 ÁNGEL ESTRADA, FRANCISCO DE CASTRO, IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLÉS: La inversión en España (1997).
- 62 ENRIQUE ALBEROLA ILLA: España en la Unión Monetaria. Una aproximación a sus costes y beneficios (1998).
- 63 GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998).
- 64 FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconómico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 65 ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999).
- 66 ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).
- 67 JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).
- 68 ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).
- 69 JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).
- 70 OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 71 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 72 MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 32 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995).
- 33 FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
- 34 ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996).
- 35 M.^a GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).
- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).
- 51 JUAN E. CASTAÑEDA FERNÁNDEZ: ¿Puede haber deflaciones asociadas a aumentos de la productividad? Análisis de los precios y de la producción en España entre 1868 y 1914 (2007).
- 52 CECILIA FONT DE VILLANUEVA: La estabilización monetaria de 1680-1686. Pensamiento y política económica (2008).
- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0910 ALICIA GARCÍA-HERRERO, SERGIO GAVILÁ Y DANIEL SANTABÁRBARA: What explains the low profitability of Chinese banks?
- 0911 JAVIER MENCÍA: Assessing the risk-return trade-off in loans portfolios.
- 0912 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Ñ-STING: España Short Term Indicator of Growth.
- 0913 RAQUEL VEGAS, ISABEL ARGIMÓN, MARTA BOTELLA Y CLARA I. GONZÁLEZ: Retirement behaviour and retirement incentives in Spain.
- 0914 FEDERICO CINGANO, MARCO LEONARDI, JULIÁN MESSINA Y GIOVANNI PICA: The effect of employment protection legislation and financial market imperfections on investment: Evidence from a firm-level panel of EU countries.
- 0915 JOSÉ MANUEL CAMPA E IGNACIO HERNANDO: Cash, access to credit, and value creation in M&As.
- 0916 MARGARITA RUBIO: Housing market heterogeneity in a monetary union.
- 0917 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: High-Growth Recoveries, Inventories and the Great Moderation.
- 0918 KAI CHRISTOFFEL, JAMES COSTAIN, GREGORY DE WALQUE, KEITH KUESTER, TOBIAS LINZERT, STEPHEN MILLARD Y OLIVIER PIERRARD: Wage, inflation and employment dynamics with labour market matching.
- 0919 JESÚS VÁZQUEZ, RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JUAN-MIGUEL LONDOÑO: On the informational role of term structure in the US monetary policy rule.
- 0920 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA Y SERGIO PUENTE: What makes a high-growth firm? A probit analysis using Spanish firm-level data.
- 0921 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI Y EVA ORTEGA: Do institutional changes affect business cycles? Evidence from Europe.
- 0922 GALO NUÑO: Technology, convergence and business cycles.
- 0923 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ: The relationship between public and private saving in Spain: Does Ricardian equivalence hold?
- 0924 GONZALO FERNÁNDEZ-DE-CÓRDOBA, JAVIER J. PÉREZ Y JOSÉ L. TORRES: Public and private sector wages interactions in a general equilibrium model.

- 0925 ÁNGEL ESTRADA Y JOSÉ MANUEL MONTERO: R&D investment and endogenous growth: a SVAR approach.
- 0926 JUANA ALEDO, FERNANDO GARCÍA-MARTÍNEZ Y JUAN M. MARÍN DIAZARAQUE: Firm-specific factors influencing the selection of accounting options provided by the IFRS: Empirical evidence from Spanish market.
- 0927 JAVIER ANDRÉS, SAMUEL HURTADO, EVA ORTEGA Y CARLOS THOMAS: Spain in the euro: a general equilibrium analysis.
- 0928 MAX GILLMAN Y ANTON NAKOV: Monetary effects on nominal oil prices.
- 0929 JAVIER MENCÍA Y ENRIQUE SENTANA: Distributional tests in multivariate dynamic models with Normal and Student *t* innovations.
- 0930 JOAN PAREDES, PABLO BURRIEL, FRANCISCO DE CASTRO, DANIEL GARROTE, ESTHER GORDO Y JAVIER J. PÉREZ: Fiscal policy shocks in the euro area and the US: an empirical assessment.
- 0931 TERESA LEAL, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: Short-term monitoring of the Spanish Government balance with mixed-frequencies models.
- 0932 ANTON NAKOV Y GALO NUÑO: *Oilgopoly*: a general equilibrium model of the oil-macroeconomy nexus.
- 0933 TERESA LEAL Y JAVIER J. PÉREZ: Análisis de las desviaciones presupuestarias aplicado al caso del presupuesto del Estado.
- 0934 JAVIER J. PÉREZ Y A. JESÚS SÁNCHEZ: Is there a signalling role for public wages? Evidence for the euro area based on macro data.
- 0935 JOAN PAREDES, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: A quarterly fiscal database for the euro area based on intra-annual fiscal information.
- 1001 JAVIER ANDRÉS, ÓSCAR ARCE Y CARLOS THOMAS: Banking competition, collateral constraints and optimal monetary policy.
- 1002 CRISTINA BARCELÓ Y ERNESTO VILLANUEVA: The response of household wealth to the risk of losing the job: evidence from differences in firing costs.
- 1003 ALEXANDER KARAVANOV, SONIA RUANO, JESÚS SAURINA Y ROBERT TOWNSEND: No bank, one bank, several banks: does it matter for investment?
- 1004 GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: Asymmetric standing facilities: an unexploited monetary policy tool.
- 1005 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: How does competition impact bank risk-taking?
- 1006 GIUSEPPE BERTOLA, AURELIJUS DABUSINSKAS, MARCO HOEBERICHTS, MARIO IZQUIERDO, CLAUDIA KWAPIL, JEREMI MONTORNÈS Y DANIEL RADOWSKI: Price, wage and employment response to shocks: evidence from the WDN Survey.
- 1007 JAVIER MENCÍA: Testing non linear dependence in the Hedge Fund industry.
- 1008 ALFREDO MARTÍN-OLIVER: From proximity to distant banking: Spanish banks in the EMU.
- 1009 GALO NUÑO: Optimal research and development expenditure: a general equilibrium approach.
- 1010 LUIS J. ÁLVAREZ Y PABLO BURRIEL: Is a Calvo price setting model consistent with micro price data?
- 1011 JENS HAGENDORFF, IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: What do premiums paid for bank M&As reflect? The case of the European Union.
- 1012 DAVID DE ANTONIO LIEDO: General Equilibrium Restrictions for Dynamic Factor Models.
- 1013 JAMES COSTAIN, JUAN F. JIMENO Y CARLOS THOMAS: Employment fluctuations in a dual labor market.
- 1014 LUIS M. VICEIRA Y RICARDO GIMENO: The euro as a reserve currency for global investors.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.
- 0804 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: Recent episodes of sovereign debt restructurings. A case-study approach.
- 0805 JAVIER DÍAZ-CASSOU, AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ Y JUAN J. VÁZQUEZ-ZAMORA: The role of the IMF in recent sovereign debt restructurings: Implications for the policy of lending into arrears.
- 0806 MIGUEL DE LAS CASAS Y XAVIER SERRA: Simplification of IMF lending. Why not just one flexible credit facility?
- 0807 MIGUEL GARCÍA-POSADA Y JOSEP M.ª VILARRUBIA: Mapa de exposición internacional de la economía española.
- 0808 SARAI CIRADO Y ADRIAN VAN RIXTEL: La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0809 FRANCISCO DE CASTRO Y JOSÉ M. GONZÁLEZ-MÍNGUEZ: La composición de la finanzas públicas y el crecimiento a largo plazo: Un enfoque macroeconómico.
- 0810 OLYMPIA BOVER: Dinámica de la renta y la riqueza de las familias españolas: resultados del panel de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2002-2005. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0901 ÁNGEL ESTRADA, JUAN F. JIMENO Y JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: La economía española en la UEM: los diez primeros años. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0902 ÁNGEL ESTRADA Y PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El precio del petróleo y su efecto sobre el producto potencial. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.
- 0904 LUIS J. ÁLVAREZ, SAMUEL HURTADO, ISABEL SÁNCHEZ Y CARLOS THOMAS: The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation.
- 0905 CORAL GARCÍA, ESTHER GORDO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN Y PATROCINIO TELLO: Una actualización de las funciones de exportación e importación de la economía española.
- 1001 L. J. ÁLVAREZ, G. BULLIGAN, A. CABRERO, L. FERRARA Y H. STAHL: Housing cycles in the major euro area countries.

EDICIONES VARIAS¹

JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). € 6,25.
BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.
TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (***)
VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.
PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.
TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.
VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.
BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.
BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.
BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)
BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).
SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21st century (2006). Ejemplar gratuito.

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web²)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴
Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)
Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).
PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).
JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).
UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.
LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCO DE ESPAÑA Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---