

**INFORME ANUAL**

**2008**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema





## INFORME ANUAL 2008

La recepción de información para la elaboración de este Informe terminó el día 8 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, 2009  
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
FAAP	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
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
IFM	Instituciones financieras monetarias	UE 27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNA	Variación neta de activos
IIC	Instituciones de inversión colectiva	VNP	Variación neta de pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	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

<b>1 RASGOS BÁSICOS</b>	1	Introducción	15
	2	La economía mundial en un entorno de crisis financiera internacional	16
	2.1	La crisis financiera global	16
	2.2	La crisis económica	19
	2.3	Perspectivas y retos	22
	3	La evolución de la economía española en un contexto internacional de crisis	26
	3.1	Los condicionantes externos del ajuste de la economía española	26
	3.2	Del ajuste a la recesión	30
	4	Las políticas económicas, perspectivas y retos	36
<b>2 EL IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA SOBRE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>	1	Antecedentes: los desequilibrios y su corrección	47
	2	Las consecuencias de la crisis financiera	51
	3	Mecanismos de transmisión de la crisis: el impacto sobre el consumo y el empleo	58
<b>3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO</b>	1	La economía mundial en 2008	73
	1.1	Introducción	73
	1.2	Los mercados financieros: de la turbulencia a la crisis	76
	1.3	El intenso ajuste de la economía mundial	82
	1.4	La respuesta de política económica	87
	2	Perspectivas y factores de riesgo	93
	3	Los principales países industrializados	96
	3.1	Estados Unidos	96
	3.2	Reino Unido	98
	3.3	Japón	99
	4	Las economías emergentes	100
	4.1	China y resto de Asia	100
	4.2	América Latina	102
	4.3	Los nuevos Estados miembros de la Unión Europea	102
<b>4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN</b>	1	Las condiciones económicas en el área del euro	107
	1.1	La actividad y el empleo	109
	1.2	Precios y costes	112
	2	Las políticas económicas	115
	2.1	La política fiscal	115
	2.2	Las políticas estructurales	117
	3	La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en el área del euro	121
	3.1	Las decisiones de política monetaria	121
	3.2	La evolución financiera en la zona del euro	125
<b>5 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>	1	Las condiciones monetarias y financieras	133
	2	Las políticas económicas	135
	2.1	La política fiscal	135
	2.2	Las otras políticas económicas	141

3	La demanda	142
3.1	La demanda nacional	142
3.2	La demanda exterior	150
4	La actividad	152
5	El mercado de trabajo	154
6	Los precios y los costes	157
7	Las necesidades de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales	159

## **6 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA**

1	Introducción	167
2	Los flujos financieros de la economía española	169
2.1	Los hogares	169
2.2	Las sociedades no financieras	171
2.3	Las Administraciones Públicas	172
2.4	La inversión y la financiación exterior de la economía española	172
3	Los mercados financieros españoles	176
3.1	Los mercados primarios	176
3.2	La actividad en los mercados secundarios	179
3.3	Los precios negociados en los mercados secundarios	180
4	Los intermediarios financieros españoles	184
4.1	Las entidades de crédito	184
4.2	Los inversores institucionales	186
5	La posición patrimonial del sector privado no financiero	187
5.1	Los hogares	187
5.2	Las sociedades no financieras	189

## **7 INFORME DE GESTIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA EN 2008**

1	Introducción	195
2	Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema	195
3	Actividades internacionales	197
3.1	Relaciones internacionales	198
3.2	Conferencias, reuniones y seminarios organizados por el Banco de España	202
4	Análisis económico e investigación	203
4.1	Áreas prioritarias de análisis	203
4.2	Relaciones con la comunidad académica	205
4.3	Difusión y comunicación	206
5	Supervisión y regulación bancaria	206
5.1	Actividad supervisora	206
5.2	Actividad sancionadora	208
5.3	Cambios normativos	209
5.4	Información financiera y prudencial	211
5.5	Central de Información de Riesgos	212
6	Funciones operativas	212
6.1	La gestión de los activos del Banco de España	212
6.2	La gestión de los sistemas de pagos	213
6.3	La gestión de los billetes	214
6.4	Instrumentación de las operaciones del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	215
7	Estadísticas	216
7.1	La función estadística del Banco de España	216
7.2	Principales novedades durante 2008	216
7.3	Otros trabajos relacionados con la recogida, gestión y difusión de la información estadística	218

8	Servicio de Reclamaciones	218
9	Comunicación externa	219
9.1	Relaciones con los medios de comunicación	219
9.2	Programa de comunicación institucional	220
10	Organización y administración interna	223
10.1	Recursos Humanos y Organización	223
10.2	Administración e Inmuebles	223
10.3	Gestión Documental Corporativa	224
10.4	Sistemas de Información y Procesos	224
10.5	Intervención General	227
10.6	Servicio Centralizado de Contratación	227
10.7	Auditoría Interna	228

**CUENTAS ANUALES  
DEL BANCO DE ESPAÑA**

1	Introducción	231
2	Balance y cuenta de resultados	232
3	Memoria explicativa	235
4	Información específica requerida por el artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994	270

**ANEJO LEGISLATIVO**

1	Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2008 hasta marzo de 2009	281
2	Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación	311

**ÍNDICES**

Índice de cuadros	315
Índice de gráficos	317
Índice de recuadros	319

**COMPOSICIÓN DE LOS  
ÓRGANOS DE GOBIERNO  
DEL BANCO DE ESPAÑA**

Organigrama general del Banco de España	323
Consejo de Gobierno	324
Comisión Ejecutiva	325



## 1 RASGOS BÁSICOS

### 1 Introducción

En 2008 la economía mundial experimentó cambios trascendentales que quebraron el mayor período de crecimiento continuado desde los años sesenta. Las turbulencias en los mercados financieros internacionales presentes desde el verano de 2007 se transformaron en los últimos meses del año en una profunda crisis financiera global, que ha generando una situación de recesión económica que alcanza ya a todas las principales economías.

La escalada de la crisis financiera en septiembre de 2008 intensificó el proceso de desapalancamiento en el que se hallaba inmerso el sistema financiero, al tiempo que agravó sus efectos sobre la actividad real, extendiéndose a las economías emergentes —que hasta ese momento habían dado muestras de cierta resistencia— y provocando que algunos países registraran tasas de crecimiento del PIB muy negativas en el cuarto trimestre del ejercicio pasado y en el primero del actual.

La parálisis de la demanda indujo un drástico cambio de tendencia de la inflación a nivel mundial a lo largo del año. Hasta el verano, había alcanzado registros muy elevados como consecuencia de los notables incrementos en los precios del petróleo, de los alimentos y de otras materias primas no energéticas. Sin embargo, a medida que la creciente debilidad de la economía mundial contrajo la demanda de petróleo y de materias primas, sus precios reaccionaron intensamente a la baja y afectaron tanto a las tasas de inflación observadas como a las perspectivas sobre la misma, que se redujeron notablemente dentro de un clima recesivo global.

Las autoridades económicas reaccionaron frente a esta conjunción de factores adversos con contundencia, con el objetivo de dar soporte al sistema financiero, salvaguardar su funcionamiento y estimular la economía. Los gobiernos diseñaron planes de apoyo a los sistemas financieros y adoptaron paquetes de impulso fiscal relativamente ambiciosos. Los bancos centrales, por su parte, modificaron a lo largo del año el tono y el propio marco operativo de sus políticas monetarias para adaptarlas al cambio de escenario global. Tras la intensificación y la globalización de la crisis financiera, las respuestas de política monetaria se hicieron más uniformemente expansivas, instrumentándose importantes recortes en los tipos de intervención, que alcanzarían en algunos casos niveles mínimos históricos, al tiempo que las políticas de abundante provisión de liquidez adquirieron un gran protagonismo.

En la economía española, las perturbaciones generadas por la grave crisis económica y financiera mundial vinieron a superponerse al proceso de ajuste interno que se había iniciado con anterioridad —como consecuencia de los desequilibrios acumulados durante la larga e intensa expansión previa—, y que estaba siendo impulsado, sobre todo, por la corrección de los excesos del sector inmobiliario y de los altos niveles de endeudamiento del sector privado. La confluencia de ambos procesos se tradujo en un severo aumento de la incertidumbre, un descenso vertiginoso de la confianza, un notable endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación y una erosión considerable de la riqueza del sector privado. Las fuerzas contractivas que desencadenó este proceso precipitaron a la economía española a una intensa recesión, en paralelo con las tendencias recesivas globales. A pesar del cambio de tono de la política monetaria y de las medidas expansivas adoptadas, la economía española mostró una continuada pérdida de impulso, que se acentuó en la segunda mitad del año, cuando se registraron descensos del PIB en dos trimestres consecutivos, por primera vez desde 1993, que le llevó a cerrar el ejercicio con un descenso del

0,7% en términos de la tasa interanual. Esta pauta recesiva se hizo más visible en el primer trimestre de 2009, con un retroceso del producto del 3% en tasa interanual, según los datos publicados con posterioridad al envío de este Informe a edición. La información disponible para el segundo trimestre parece apuntar, como está ocurriendo a nivel mundial, a una menor intensidad de las tendencias contractivas.

Por su parte, el panorama inflacionista cambió drásticamente a lo largo del ejercicio, en línea con los desarrollos que se observaron a nivel mundial y con el súbito debilitamiento de la demanda. Tras haber aumentado significativamente en la primera parte del año, la tasa de crecimiento del IPC disminuyó rápidamente, reflejando el efecto de la corrección del precio del petróleo y de otras materias primas y el menor pulso del gasto, lo que condujo a que el diferencial de inflación con la zona del euro se tornara negativo a partir del mes de diciembre, por primera vez desde el inicio de la UEM. También el déficit externo invirtió su tendencia y empezó a reducirse con bastante intensidad. Los procesos inducidos por el fuerte ajuste del gasto interno están propiciando así una reabsorción relativamente rápida de algunos de los desequilibrios pendientes de corrección, aunque lo están haciendo a través de una paralización brusca de la actividad, con elevados costes en términos —sobre todo— de caída del empleo y aumento del paro.

En este capítulo se aborda el análisis de la situación que atraviesa la economía española en el marco de la crisis económica y financiera mundial y los retos de política económica que la misma plantea para aliviar las fuerzas contractivas e impulsar una pronta recuperación sobre bases equilibradas y sostenibles. En el capítulo 2 de este Informe se profundiza, desde una perspectiva más analítica y con un enfoque selectivo, en algunos de los aspectos del impacto de la crisis mundial sobre el ajuste de la economía española, prestando particular atención a las implicaciones sobre los condicionantes de la creación de empleo.

## **2 La economía mundial en un entorno de crisis financiera internacional**

Un año de cambios trascendentales para la economía mundial, en el que se truncó el mayor período de crecimiento continuado desde los años sesenta

2008 fue, sin duda, un año de cambios trascendentales para la economía mundial, en el que se materializaron con toda crudeza los riesgos identificados en 2007 y se truncó el mayor período de crecimiento continuado desde los años sesenta. Las turbulencias financieras que nos acompañaban desde el verano de 2007 devinieron en los últimos meses del año pasado en una profunda crisis financiera global que ha traído consigo una situación de recesión económica que alcanza ya a casi todas las principales economías, incluida el área del euro. Ante la conjunción de factores adversos, las autoridades económicas reaccionaron con contundencia, de modo casi simultáneo y, en alguna medida, coordinado, con el objetivo de dar soporte al sistema financiero, salvaguardar el flujo de crédito a la economía, restablecer la confianza de los agentes y sostener la demanda agregada. Sin embargo, el proceso de retoolimentación entre ambas fuerzas recesivas —la financiera y la real— conformaron una situación económica y financiera de extrema fragilidad y unas perspectivas muy negativas para 2009.

### **2.1 LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL**

El sistema financiero internacional experimentó sus momentos más difíciles en varias generaciones

El sistema financiero internacional experimentó en 2008 sus momentos más difíciles en varias generaciones. El contexto macroeconómico benigno y de reducida volatilidad que caracterizó a la economía mundial en los años inmediatamente anteriores al inicio de la crisis en agosto de 2007 había dado lugar a una situación de infravaloración del riesgo, en la que, impulsados por tipos de interés reales reducidos en términos históricos y un extraordinario dinamismo del crédito, los precios de los activos reales y financieros se situaron en niveles históricamente elevados. También era muy elevado el grado de apalancamiento alcanzado por el sistema financiero, así como por el endeudamiento del sector privado no financiero en algunos países.

En estas circunstancias, el cambio de ciclo inmobiliario en Estados Unidos, en torno a cuyo mercado hipotecario se había desarrollado un entramado de complejos mecanismos de transferencia de riesgos desde las entidades originadoras de los préstamos hacia otros agentes, dio paso en los primeros meses de 2007 a un incremento de la morosidad de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*), que a la postre actuaría de detonante de la actual crisis financiera global. Pronto se constató el potencial de contagio que, a pesar de su origen relativamente localizado, poseían las turbulencias financieras iniciadas en el verano de 2007. La abrupta reevaluación del riesgo en un contexto de alto apalancamiento desencadenó una drástica disminución de la liquidez en muchos mercados, amplificada por la complejidad de algunos de los instrumentos en el epicentro de las turbulencias (productos estructurados) y por la opacidad con la que se realizó la distribución de los riesgos a través del denominado modelo de *originar para distribuir*, cuya expansión había alentado el extraordinario dinamismo del crédito en los últimos años. Con todo, pocos podrían prever entonces el conjunto de instituciones, activos, mercados y economías que finalmente se verían afectados.

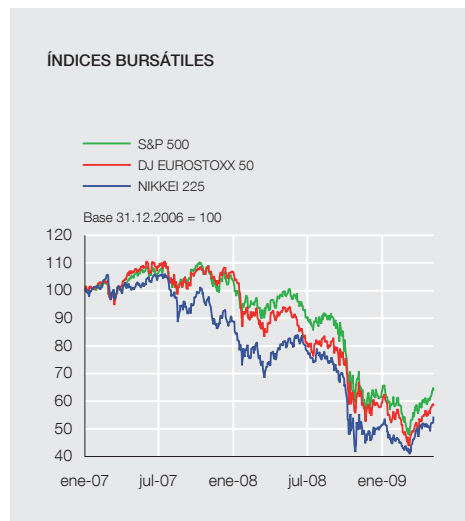
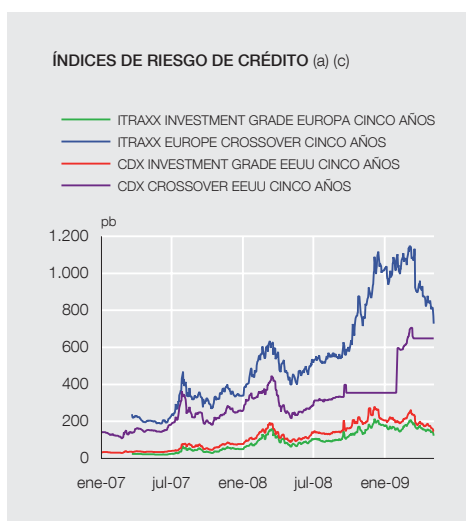
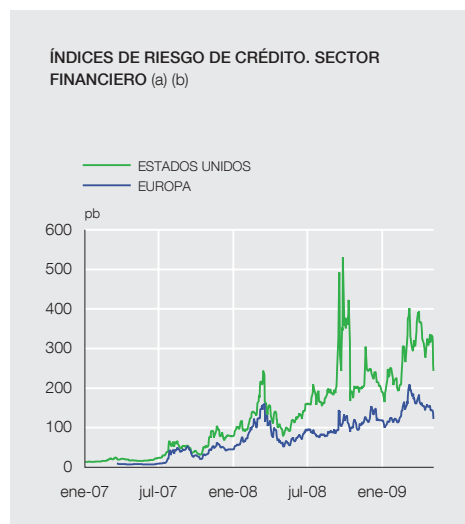
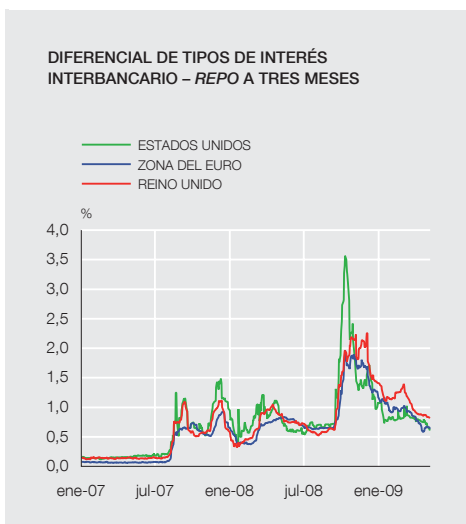
En la primera parte del año, las turbulencias financieras se extendieron, llegando a comprometer la solvencia de algunas entidades sistémicamente relevantes

En la primera parte de 2008, las turbulencias y disfuncionalidades de los mercados financieros persistieron y se extendieron, llegando a comprometer la solvencia de algunas entidades sistémicas. Durante este período, los bancos centrales incrementaron el suministro de liquidez en los mercados interbancarios y los gobiernos llevaron a cabo operaciones selectivas de rescate de entidades sistémicas en dificultades, como fue el caso del histórico banco de inversión Bearn Stearns, que, merced al apoyo de la Reserva Federal, fue adquirido por JP Morgan Chase en marzo. En septiembre, tras la intervención de Freddie Mac y Fannie Mae —agencias que desempeñan un papel central en el mercado hipotecario americano—, la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers y el rescate de la aseguradora AIG, los mercados financieros se precipitaron en una crisis global que colocó al sistema al borde del colapso y que golpeó con fuerza a los bancos europeos directamente involucrados en la distribución de riesgos originados en Estados Unidos.

La escalada de la crisis en septiembre aceleró el proceso de desapalancamiento del sistema financiero y aumentó los riesgos de una severa contracción del crédito

La escalada de la crisis financiera en septiembre dio lugar a un período caracterizado por la aceleración en el proceso de desapalancamiento en el que se halla inmerso el sistema financiero y que conlleva el riesgo de una contracción intensa del crédito. La gran incertidumbre y la volatilidad que se instalaron en los mercados (véase gráfico 1.1) tuvieron su reflejo más visible en las bolsas, que entre mediados de septiembre y marzo de 2009 llegaron a caer en torno al 30% en las principales economías, y en algunos mercados cambiarios. Además, tuvieron lugar un marcado incremento de las primas de riesgo crediticio y, a pesar de la relajación de las políticas monetarias, un notable endurecimiento de las condiciones de financiación.

Numerosos factores contribuyeron a la propagación e intensificación de la crisis. La pérdida de confianza en la valoración de los activos inicialmente afectados —algunos de gran complejidad— y la opacidad de las pérdidas resultantes se convirtieron pronto en incertidumbre sobre la situación patrimonial de aquellas instituciones financieras que los tenían en sus balances o que estaban expuestas a través de líneas de crédito a estructuras fuera de balance, dando lugar a un incremento significativo del riesgo de contrapartida. Cerrado el acceso a los mercados de financiación mayorista a plazos más allá del muy corto y compelidas a incrementar sus ratios de solvencia en un contexto de elevada aversión al riesgo que no resultaba el más propicio para la captación de capital privado, las entidades financieras se vieron abocadas a un proceso desordenado de desapalancamiento mediante la liquidación de activos. A su vez, la venta masiva de activos a precios de saldo en mercados poco líquidos derivó en nuevas pérdidas y provocó externalidades negativas



FUENTES: Banco de España, Bloomberg y Datastream.

- a. Elaborados a partir de las primas de los seguros de riesgo crediticio (*credit default swaps* o CDS).
- b. Para Estados Unidos, elaborado a partir de los CDS sobre la deuda de los principales bancos. Para Europa, índice iTraxx financiero.
- c. *Investment grade* indica que el índice incluye la deuda de entidades con *rating* igual o mejor que BBB para Standard & Poor's y Fitch. Las de peor calificación se incluyen en el índice *crossover*.

para otras entidades financieras inicialmente no expuestas a los activos afectados en primera instancia, pero que entraron también en un círculo vicioso de pérdidas por depreciación de los activos en su balance, deterioro de los ratios de solvencia y liquidación de activos.

Las turbulencias iniciales se fueron trasladando a otros activos, mercados y economías, hasta devenir en lo que es hoy una crisis financiera global

Estas tendencias pusieron en cuestión la viabilidad a largo plazo de modelos de negocios que, en algunos casos apoyados en una regulación más laxa, habían mostrado un gran dinamismo en los últimos años y habían desarrollado un entramado de complejas interrelaciones dentro del sector financiero. En primer lugar, se puso de manifiesto la vulnerabilidad de aquellas entidades bancarias (en particular, la gran banca de inversión) que habían descansado excesivamente en los mercados de capitales para financiar con deuda a corto plazo la expansión —muchas veces agresiva— de sus balances. También, las pérdidas en las que incurrieron las compañías de seguros *monolines*, que habían avalado en los últimos años las emisiones de algunos de los instrumentos que estaban en el centro del problema crediticio, pusieron en cuestión su solvencia, minando la base misma sobre la que se asentaba su negocio. Finalmente, los fondos de inversión alternativa (*hedge funds*), cuyas altas rentabilidades se basaban en la posibilidad de realizar inversiones financiadas en buena parte con apelación al crédito, experimentaron desinversiones significativas. En cualquier caso, en un contexto de elevada integración y complejas interconexiones entre entidades financieras, las turbulencias iniciales se fueron trasladando a otros activos, mercados y economías —incluidas las emergentes—, que mostraron una cierta resistencia en primera instancia, hasta devenir en lo que es hoy una crisis financiera global que no tiene parangón en los últimos 70 años.

Los efectos de la crisis sobre la economía real se han hecho patentes en una situación de recesión económica global

En los últimos meses de 2008 y principios de 2009 los efectos de la crisis financiera sobre la economía real han quedado patentes, dando lugar a una situación de recesión que alcanza ya a casi todas las principales economías. Esto ha traído consigo que el foco de atención se haya trasladado hacia un nuevo proceso de retroalimentación, esta vez desde el sector real al financiero.

## 2.2 LA CRISIS ECONÓMICA

El deterioro de la situación económica fue progresivo a lo largo del ejercicio

En 2008 se prolongó la pérdida de ritmo del crecimiento mundial, que se había iniciado a mediados de 2007. En el conjunto del año, el PIB creció en torno al 3%, desde el 5,2 % observado un año antes. El deterioro de la situación económica fue progresivo a lo largo del ejercicio, lo cual se vio reflejado en sucesivas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento e inflación por parte de organismos públicos y privados. No obstante, a partir del tercer trimestre la desaceleración se intensificó abruptamente y algunos países registraron tasas de crecimiento muy negativas en el cuarto trimestre del ejercicio pasado y en el primero del actual (véase gráfico 1.2). La información más reciente apunta, no obstante, a una menor intensidad de las tendencias contractivas.

En la primera mitad del año, la actividad de los países desarrollados comenzó a verse afectada

En la primera parte del año, la actividad de los países desarrollados comenzó a verse afectada por el impacto de los elevados precios de las materias primas vigentes en ese momento y por las turbulencias financieras que se estaban transmitiendo hacia la demanda agregada a través de diversos canales. En primer lugar, las decisiones de gasto de familias y empresas se fueron adaptando al contexto de condiciones financieras mucho más restrictivas, tanto por el aumento de los tipos de interés y primas de riesgo como por la menor disponibilidad del crédito. Además, la reducción del precio de los activos financieros e inmobiliarios generó un importante efecto riqueza negativo, que, junto con la caída de la confianza, que provocó un aplazamiento de las decisiones de consumo e inversión, supuso una clara desaceleración de la demanda agregada a lo largo del año. Los países emergentes, sin embargo, continuaron registrando elevados ritmos de crecimiento, lo que sostuvo en cierta medida la demanda exterior de las economías avanzadas y limitó la intensidad del ajuste de la actividad al nuevo escenario macroeconómico.



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

La persistencia y la extensión de los problemas financieros provocaron que hacia finales del verano la economía mundial mostrara ya signos inequívocos de debilidad intensa y generalizada

Hacia el otoño, no obstante, la persistencia y el agravamiento de los problemas financieros provocaron que la economía mundial mostrara ya signos inequívocos de debilidad intensa y generalizada, tanto sectorial como geográficamente, que se hicieron muy evidentes en el marcado deterioro de los indicadores de comercio mundial. Por su parte, se quebró la relativa resistencia que, con matices, habían registrado las economías emergentes, y la mayor parte de ellas —incluida China— sufrió una brusca desaceleración, aunque todavía mantenía tasas de crecimiento positivas. La corrección fue también muy patente en los indicadores financieros y las perspectivas económicas se ensombrecieron de forma muy acusada. Algunos de los países emergentes con mayores vulnerabilidades entraron en crisis, lo que exigió la activación de mecanismos de resolución de tipo multilateral.

La inflación también registró un drástico cambio de tendencia a lo largo del año

La inflación también presentó un importante cambio de tendencia a lo largo del año. Hasta el verano, como consecuencia de los notables incrementos en los precios del petróleo, de los alimentos y de otras materias primas no energéticas, se alcanzaron registros muy elevados. Sin embargo, a medida que la creciente debilidad de la economía mundial contrajo la demanda de petróleo y de materias primas, sus precios reaccionaron intensamente a la baja y afectaron tanto a las tasas de inflación observadas como a las expectativas sobre la misma, que se redujeron notablemente.

El área del euro se vio afectada con intensidad por los desarrollos globales y por la caída de la demanda exterior

A pesar de partir de una situación relativamente más favorable, el área del euro no permaneció inmune a los desarrollos globales y a la caída de la demanda exterior. Si bien los efectos reales de las turbulencias financieras se percibieron con cierto retardo, estos fueron muy claros en el segundo semestre del año, de manera que 2008 finalizó con una economía en recesión muy profunda, situándose el nivel del PIB en el cuarto trimestre un 1,5% por debajo del de un año antes. Por su parte, la inflación, que había alcanzado tasas alrededor del 4% a mediados de 2008, se desaceleró marcadamente en los últimos meses del año y principios de 2009, debido, en buena medida, a la caída de los precios de las materias primas, pero también al notable debilitamiento de la demanda interna. El cambio intenso de las perspectivas tras el verano terminó de disipar los temores, surgidos en los meses previos, de que se desanclaran las expectativas de inflación, en un contexto en el que la tasa de inflación había alcanzado registros desconocidos desde el inicio de la UEM y resurgían, tras varios años de contención, las demandas salariales por la escasa holgura del mercado de trabajo.

Los bancos centrales modificaron a lo largo del año el tono y el marco operativo de sus políticas monetarias para adaptarlas al cambio de escenario global

Los bancos centrales fueron adaptando a lo largo del año el tono de sus políticas monetarias al cambio de escenario global, crecientemente complejo. La heterogeneidad en las respuestas de política monetaria en la primera parte de 2008 fue el resultado de discrepancias en las situaciones cíclicas y perspectivas de cada economía, así como de diferencias estructurales en los mecanismos de transmisión, factores que determinaron evaluaciones distintas del balance de riesgos para la consecución de los objetivos respectivos. Así, la Reserva Federal prosiguió en estos meses el camino iniciado en 2007 de reducciones agresivas de los tipos de interés, mientras que buena parte de las economías emergentes endurecían la política monetaria. En el área del euro, el Consejo de Gobierno del BCE —enfrentado a una situación particularmente complicada, en la que ya se percibía un cierto cambio en el dinamismo de la demanda, pero los indicadores de utilización de la capacidad productiva no cedían y los salarios crecían a tasas muy elevadas— decidió en julio aumentar un cuarto de punto el tipo de intervención, con el objetivo de prevenir la materialización de los riesgos identificados para el objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo.

El cambio en el panorama económico por el agravamiento de la crisis financiera en septiembre tendió a uniformar las respuestas de política monetaria

El cambio radical de perspectivas económicas que se produjo tras la intensificación y globalización de la crisis financiera en septiembre tendió a uniformar el sentido de las respuestas de política monetaria. Disipados los riesgos inflacionistas del horizonte relevante de la política monetaria, los bancos centrales coincidieron en dar prioridad a evitar que el proceso de desinflación en el que se adentraban las economías occidentales se tradujera en tasas de inflación persistentemente por debajo de los objetivos —o, en algunas áreas, deflación—, en un contexto en el que la intensa contracción de la demanda agregada y el marcado deterioro de las perspectivas económicas amenazaban con retroalimentar la crisis financiera. En una acción concertada sin apenas precedentes, los bancos centrales de las principales economías del mundo redujeron los tipos de interés en 50 pb a principios de octubre, iniciativa a la que siguieron nuevos recortes en los meses finales de 2008 y principios de 2009. En el caso del área del euro, la reducción total de los tipos de interés ascendió a 325 pb, hasta situar el tipo de las operaciones principales de financiación en el 1% en mayo de 2009, nivel no observado desde el comienzo de la UEM. La reducción, hasta el agotamiento en varios casos, de los márgenes de maniobra existentes en la actuación convencional de la política monetaria provocó, en un contexto en el que subsistían distorsiones en segmentos relevantes del mecanismo de transmisión, que el énfasis se trasladara hacia ampliar la gama de medidas 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, mediante la expansión del balance del banco central o el cambio de la composición de su activo.



La provisión de liquidez por parte de los bancos centrales alcanzó volúmenes inusitados

Las políticas de provisión de liquidez por parte de los bancos centrales también adquirieron un protagonismo inusitado desde el inicio de las tensiones financieras en agosto de 2007. El desarrollo de la crisis a lo largo de 2008 —cuyos efectos, una vez más, se dejaron sentir con particular virulencia en los mercados interbancarios, que dejaron de funcionar como mecanismos eficientes de distribución de la liquidez— planteó retos importantes a los que los bancos centrales fueron respondiendo de una manera innovadora, ampliando el suministro de liquidez con el fin de satisfacer directamente las necesidades brutas del sistema. Dependiendo de los respectivos marcos operativos de partida, las innovaciones implicaron el aumento del número de instituciones que tenían acceso a la financiación del banco central, la ampliación del colateral aceptado en las operaciones de política monetaria y el alargamiento de los plazos a los que se suministraba liquidez al mercado.

También los gobiernos respondieron con contundencia ante la intensificación de la crisis financiera

También los gobiernos respondieron con contundencia ante la intensificación de la crisis financiera. En la primera parte del año, las actuaciones se habían centrado en el rescate puntual de entidades sistémicas en dificultades, complementando las acciones de los bancos centrales para evitar que los problemas de liquidez en el sector bancario se convirtieran en problemas de solvencia. Sin embargo, los riesgos de colapso financiero y las perspectivas, cada vez más evidentes e intensas, de recesión global provocaron a partir de septiembre la aprobación generalizada de planes de apoyo al sector financiero y de estímulo fiscal de la demanda agregada. La amplitud de las medidas adoptadas y el volumen de recursos movilizados alcanzaron dimensiones sin precedentes, si bien dentro de la gran variedad de enfoques que se derivaba de las diferencias en las posiciones de partida y de la diversa forma en la que se manifiestan las tensiones reales y financieras. En el recuadro 1.1 se enuncian de manera detallada —aunque sintética— las principales líneas de actuación de la política económica frente a las crisis en las principales áreas.

### 2.3 PERSPECTIVAS Y RETOS

El horizonte previsto para 2009 apunta a una contracción de la economía mundial, con una recesión profunda en las economías desarrolladas

Las perspectivas económicas para 2009 plantean un horizonte de contracción de la economía mundial y de recesión profunda en las economías desarrolladas, en un contexto en el que los riesgos a la baja siguen siendo notables. Las últimas predicciones del FMI apuntan a que el crecimiento mundial en 2009 se reducirá en media anual hasta tasas ligeramente negativas, no observadas desde la Segunda Guerra Mundial, y que este llegará a ser muy negativo en el caso de las economías desarrolladas, incluida el área del euro. En estas últimas, es probable que, como reflejo del abaratamiento de las materias primas, las tasas de inflación retrocedan hasta niveles muy moderados, o incluso negativos, en el transcurso del año y que la mala situación económica se traduzca en riesgos a la baja para la inflación y, en aquellos casos en los que las expectativas de medio plazo estén insuficientemente ancladas, en la aparición de riesgos de deflación. Las predicciones disponibles apuntan también a un escenario central en el que la actividad comenzaría a recuperarse gradualmente hacia finales de 2009 o en 2010, dependiendo de las distintas áreas, favorecida por la actuación decidida de las políticas monetarias, fiscales y de apoyo al sector financiero y, en algunas economías, por el saneamiento de la posición de partida. Sin embargo, la situación económica actual es el resultado de perturbaciones intensas y globales, de origen financiero, que han dejado al descubierto serias vulnerabilidades en los balances de entidades financieras, empresas y, en algunos casos, familias, cuya absorción puede ser más lenta de lo que contemplan hoy dichos escenarios centrales.

La efectividad que tengan las respuestas de política económica condicionará las perspectivas de recuperación

En cualquier caso, las perspectivas de recuperación dependen enormemente de la efectividad que puedan tener las respuestas adoptadas por gobiernos y bancos centrales. Las acciones excepcionales que con carácter urgente se han tomado en todos los ámbitos de las políticas económicas han estado destinadas a solventar los retos más urgentes de la crisis financiera y a evitar que el deterioro de la actividad acabe por retroalimentarla. Con todo, el

El desarrollo de la crisis financiera mundial ha requerido intervenciones de política económica de gran calado desde el verano de 2007. En un principio, los esfuerzos se centraron en aliviar los problemas de liquidez del sistema financiero y en rescatar de forma puntual entidades que pudieran conllevar riesgos sistémicos. Sin embargo, el veloz deterioro de la situación financiera y su impacto en la actividad económica a partir de septiembre de 2008 abrieron paso a una etapa de intensificación de las respuestas de política económica. Los gobiernos de las principales economías aprobaron ambiciosos planes de apoyo al sistema financiero y de medidas fiscales discretionales, al tiempo que los bancos centrales ampliaron su actuación. La incertidumbre sobre el volumen y la distribución de las elevadas pérdidas previstas en el balance de los bancos, las restricciones en los mercados de financiación y la extensión e intensificación de la desaceleración económica realimentaban y agudizaban los problemas. Esta situación —que continúa en la actualidad— requirió sucesivas y crecientes intervenciones públicas en todo el mundo. A su vez, la elevada interconexión de las economías y el carácter global de la crisis propiciaron también un cierto grado de coordinación internacional, particularmente en el ámbito financiero.

Las autoridades monetarias, que venían atendiendo la elevada demanda de financiación a corto plazo desde mediados de 2007, continuaron en 2008 ampliando sus mecanismos de provisión de liquidez y, en algunos casos, reduciendo los tipos de interés. A partir de los acontecimientos de septiembre, se produjo un salto fundamental en la respuesta de la política monetaria: los bancos centrales recortaron drásticamente los tipos de interés y realizaron actuaciones concertadas sin precedentes —tanto de reducción de tipos como de prórroga y extensión de los acuerdos para otorgar financiación en divisas—, al tiempo que abundaron en la flexibilización del marco ordinario de provisión de liquidez y comenzaron a hacer uso de herramientas no convencionales. Así, numerosos bancos centrales introdujeron diversas facilidades específicas de compra o canje de activos con múltiples objetivos, como proveer de colateral de calidad a las entidades, apoyar mercados financieros con problemas y favorecer los flujos de financiación a determinados sectores. Todas estas operaciones supusieron, además, una expansión sustancial del balance de los bancos centrales (véanse gráficos 1 y 2).

A partir de octubre, ante los graves problemas de refinanciación y de recapitalización que acuciaban al sistema bancario, los gobiernos diseñaron una respuesta inmediata de apoyo al sector financiero, que en el caso de los países de la UE se enmarcó dentro de unos principios comunes concertados por los Jefes de Estado y de Gobierno y, a escala global, en el ámbito del G 20. Estos planes tuvieron como objetivo central restaurar la confianza. Así, en primer lugar, trataron de superar los peligros de desconfianza de los depositantes mediante la ampliación de los sistemas de garantía de depósitos. En segundo lugar, para salvaguardar la financiación de los bancos se facilitaron avales estatales a las emisiones bancarias, aunque también se proporcionaron fondos públicos a través de préstamos y de compra de activos de alta calidad. Por otra parte, la erosión de los recursos propios de los bancos se afrontó en numerosos países mediante inyecciones de capital público, que llegaron a suponer la nacionalización de algunas entidades, y también, en alguno de ellos,

a través de la adquisición de activos de baja calidad. La compra de estos activos, además de mejorar la solvencia de las entidades, debía contribuir a limitar la incertidumbre sobre su valor, que ha sido un aspecto clave en el transcurso de la crisis. De hecho, más recientemente, en una segunda generación de esquemas, también se han introducido programas diversos de protección del valor del activo de los bancos.

En el marco de estos planes —cuyo desarrollo continúa en la actualidad—, se siguieron produciendo rescates de entidades de dimensión sistémica, particularmente en Estados Unidos y en Europa, al tiempo que en paralelo proseguían los trabajos para una reforma del sistema financiero global, que vienen impulsados a nivel internacional desde el *Financial Stability Forum* y el G 20, y por el ECOFIN en la UE.

La magnitud del apoyo financiero es particularmente elevada en los países avanzados (véase gráfico 3). En términos de las dotaciones máximas, los recursos destinados a las inyecciones de capital se situarían por encima del 5% del PIB en Estados Unidos y cerca del 3% en la UEM, con un peso relativo mayor en algunos países pequeños europeos —como Austria, Bélgica, Irlanda y Holanda—, donde ascenderían al 4%-6% del PIB. Las garantías sobre la deuda de los bancos son más elevadas en el Reino Unido, Estados Unidos, Holanda y Suiza, donde sobrepasan el 30% del PIB; y también en Irlanda, donde las circunstancias excepcionales en septiembre de 2008 obligaron al Gobierno a garantizar el pasivo de los seis principales bancos, lo que supone más del 200% del PIB. Por último, las medidas de canje/compra de activos y de financiación directa superaron el 10% del PIB en el Reino Unido y en Francia —en este último caso, a través de una nueva agencia con participación estatal que se financió a través de emisiones con aval público—. En España se aprobó una asignación máxima cercana al 5% del PIB para adquirir valores de elevada calidad en el balance de las entidades y se autorizó la concesión de avales para un volumen de emisiones equivalente al 9% del PIB en las medidas urgentes en materia económico-financiera aprobadas en octubre.

La propagación y la intensificación de la crisis justificaron también la adopción de políticas discretionales de estímulo de la economía. Dentro de una gran diversidad, predominaron las medidas de aumento del gasto público y, en especial, de la inversión pública. Adicionalmente, la mayoría de los países dirigió ayudas a los colectivos y sectores más afectados, incluyendo las pequeñas y medianas empresas y los sectores de la construcción, del automóvil y la industria exportadora, en el caso de las economías emergentes. En conjunto, según las estimaciones del FMI, el estímulo fiscal de los países más grandes ascendería a más del 4% del PIB entre 2008 y 2010<sup>1</sup>, aunque con diferencias importantes por países. Destacan, en primer lugar, los paquetes de estímulo en Estados Unidos desde febrero de 2008 y las iniciativas más recientes en Japón, con un coste en ambos casos en torno al 5% del PIB hasta 2010. En la economía china, más protegida del impacto directo de las turbulencias financieras, pero más expuesta a la caída del comercio mundial, se habría destinado un gasto adicional cercano al 6% del PIB entre 2009 y

1. Véase *Update on fiscal stimulus and financial sector measures*, abril de 2009.

2010. En la UE las iniciativas fiscales se concertaron a través del Plan de Recuperación Económico Europeo, aprobado en diciembre, cuyo impacto acumulado asciende al 1,5% del PIB. En el área del euro, considerando el período 2008-2010, la magnitud de las medidas discrecionales alcanzaría el 2% del PIB, siendo más pequeña en Francia o en Italia, mientras que en España y en Alemania superan el 3% del PIB. Los países emergentes del G 20, por último, han realizado también importantes esfuerzos fiscales, de una magnitud similar a la de los desarrollados.

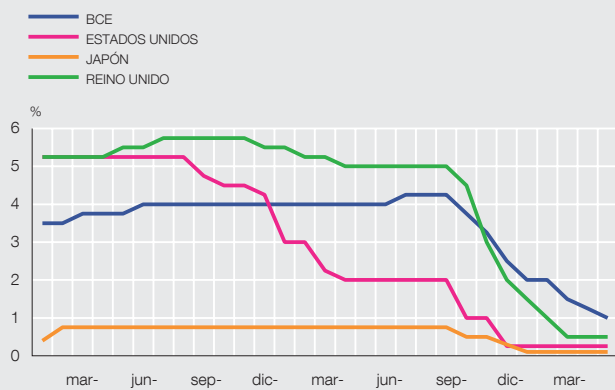
De acuerdo con los resultados de un ejercicio de simulación<sup>2</sup>, el impacto de estas medidas sobre el crecimiento del PIB sería de en torno a 0,3 pp-0,5 pp para el área del euro, y ligeramente superiores a esta cifra para España. En Estados Unidos el efecto es muy superior: en torno a 2 pp. En cualquier caso, la potencia de las medidas discrecionales debe valorarse conjuntamente con el impulso fiscal pro-

cedente de los estabilizadores automáticos, que resulta más elevado en las economías europeas por la mayor progresividad impositiva y por el tamaño de sus sistemas de protección social.

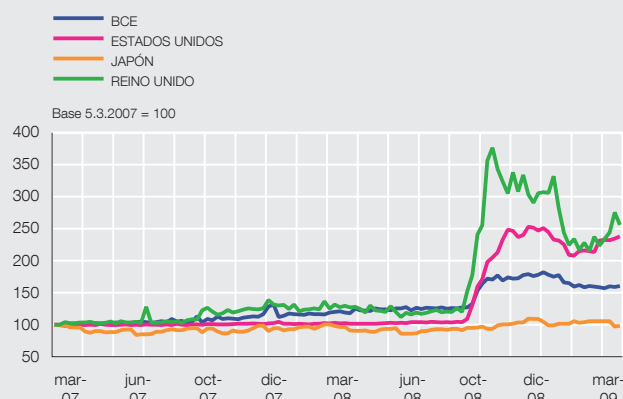
La actual crisis económica y financiera está suponiendo un desafío para las autoridades económicas de todo el mundo. Durante 2008 se produjeron cambios sin precedentes en las actuaciones de política económica para frenar el dramático deterioro del sistema financiero y de la actividad económica. La efectividad de estas políticas dependerá en gran medida de su impacto sobre la confianza de los agentes y sobre el sistema financiero, y también del mantenimiento de un cierto grado de concertación global. Además, aunque muchas medidas tienen un carácter transitorio y —en el caso de las dirigidas al sector financiero— las cantidades satisfechas son todavía inferiores a las comprometidas y se trata en muchos casos de inversiones con retorno, el impacto sobre las cuentas públicas será muy elevado, particularmente en los países desarrollados. Será necesario mantener la confianza sobre la estabilidad presupuestaria a medio plazo para minimizar los riesgos de unos mayores tipos de interés y de unas perspectivas de aumentos de impuestos que resten eficacia a los impulsos expansivos.

2. Utilizando el modelo macroeconómico NIGEM de carácter mundial para realizar simulaciones comparables entre países. Se consideran solamente las medidas adoptadas a partir de noviembre de 2008.

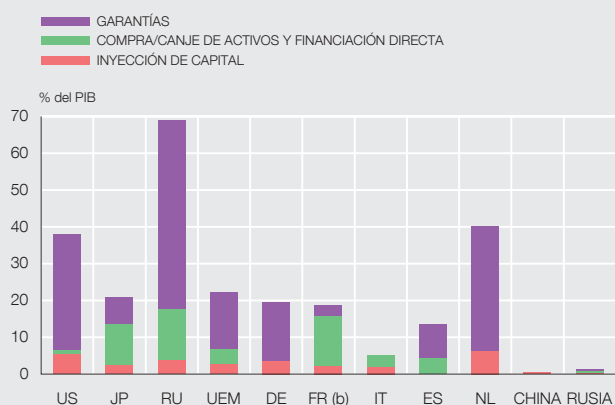
1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



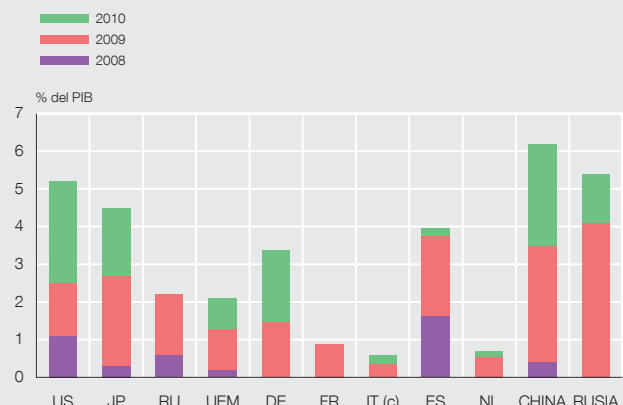
2 BALANCE DE LOS BANCOS CENTRALES. TOTAL ACTIVO



3 MEDIDAS DE LOS GOBIERNOS DE APOYO AL SISTEMA FINANCIERO (a)



4 MEDIDAS DISCRECIONALES DE ESTÍMULO FISCAL



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

- a. Se trata de las cantidades máximas comprometidas en el anuncio de los distintos planes y en las actuaciones de rescate.
- b. Se crea una agencia con participación pública (SFEF) que emite con aval estatal y que presta a los bancos. En el caso de Francia, las garantías excluyen las otorgadas a Dexia.
- c. El impacto presupuestario en Italia será significativamente menor, porque se financia vía impuestos.

hecho de que las políticas se estén adentrando en territorios inexplorados no deja de plantear importantes zonas de incertidumbre sobre su efectividad última.

La correcta calibración de las intervenciones públicas resulta extraordinariamente complicada...

La correcta graduación de las intervenciones públicas es esencial, pero tanto su calibración como la necesaria inserción en una perspectiva de medio plazo que reconozca la excepcionalidad de las circunstancias y contemple una senda de retorno a una situación de mayor normalidad resultan extraordinariamente complicadas. Así, en el área de medidas gubernamentales de apoyo al sector financiero y de políticas fiscales, la necesidad de acciones que ayuden a resolver la incertidumbre todavía subyacente sobre la solvencia a largo plazo de instituciones financieras y a estimular de forma suficiente la demanda agregada pueden chocar en algún momento con la necesidad de asegurar la sostenibilidad a medio plazo de las finanzas públicas. Los problemas de solvencia en algunos segmentos del sector financiero no deben trasladarse a un problema de acumulación de riesgos en el sector público que termine por elevar los tipos de interés a largo plazo. En el área del euro, esta es una preocupación relevante en algunos casos a la luz de la evolución de los diferenciales soberanos. También, el carácter global de las perturbaciones que afectan a la economía exige cooperación entre los países y una cierta coordinación, particularmente a nivel de la UE, no solo de las respuestas a la crisis, sino también de las estrategias de salida una vez que la economía se vaya normalizando.

... pero es primordial que no distorsionen la competencia...

La delimitación adecuada del perímetro de las intervenciones públicas es otro elemento de dificultad. Las medidas de apoyo a determinados segmentos del sector financiero y en algunos casos de apoyo fiscal a sectores económicos concretos particularmente castigados por la crisis plantea el problema de su efecto potencial sobre las parcelas que quedan fuera del área de la intervención pública. Por ejemplo, las garantías dadas a la deuda emitida por algunos bancos han tenido el efecto deseado de reducir el riesgo de estas entidades, pero a su vez tiene efectos sobre la financiación de otros bancos y empresas no financieras, que ven aumentado el coste de su financiación. Asimismo, las inyecciones públicas de capital y la extensión de garantías sobre los sistemas financieros de algunos países dejan expuestos los sistemas financieros de aquellos otros (por ejemplo, las economías emergentes) que gozan de menor margen en cuanto a la credibilidad de sus finanzas públicas. Es primordial a la hora de diseñar actuaciones en los diversos ámbitos de las políticas económicas que se intenten evitar efectos colaterales no deseados, en particular sobre la competencia.

... y evitar las tentaciones de proteccionismo

Ante todo, es fundamental evitar las tentaciones de proteccionismo. Los programas de apoyo al sector financiero tienen un ámbito nacional y están diseñados con el objetivo de restaurar el flujo del crédito a los agentes nacionales. Esto plantea toda una serie de retos para la integración de los mercados financieros —particularmente, en Europa— y el futuro de la banca internacional, como es el caso de los países con un sistema bancario conformado por filiales y sucursales de matrices extranjeras. Igualmente, existen incentivos para que los planes fiscales nacionales eviten, en algunos casos con medidas administrativas, la filtración de los impulsos fiscales al exterior o para proteger determinados sectores económicos de la competencia internacional. Este es un tema de extraordinaria complejidad, pero la historia enseña que las medidas proteccionistas son la receta más segura para el desastre. También en este caso, es necesaria una cierta coordinación de las respuestas tanto a nivel internacional como, particularmente, a nivel de la UE, por sus potenciales consecuencias sobre el mercado único.

Más allá de retos más inmediatos, resulta indispensable abordar las reformas pertinentes en el área de políticas macrofinancieras

Hoy parece claro que el prolongado período de crecimiento estable y no inflacionario que vivió la economía global en los últimos años hizo olvidar importantes lecciones del pasado. La crisis financiera que comenzó en el verano de 2007 y la profunda recesión económica que ha traído consigo constituyen un recordatorio poderoso de los enormes costes que la inestabilidad financiera inflige en las sociedades y de que las vulnerabilidades que conducen a

esta se gestan precisamente en los períodos de bonanza, caracterizados por un exceso de optimismo. Más allá de afrontar decididamente los retos más inmediatos, resulta indispensable que se aborden en paralelo las reformas pertinentes en el área de políticas macrofinancieras con el doble objetivo de restaurar la confianza y reconstruir unas bases más sólidas sobre las que asentar la recuperación. Una regulación y una supervisión adecuadas constituyen la primera, y principal, línea de defensa contra la inestabilidad financiera, como ha sido especialmente subrayado en los acuerdos alcanzados por el G 20 en su reunión del 2 de abril en Londres. La regulación y la supervisión necesitan ser fortalecidas con vistas a limitar la prociclicidad intrínseca del sistema financiero y a incrementar la resistencia ante riesgos sistémicos, al tiempo que se preservan los beneficios de la innovación. Las reformas en esta área han de incluir, de forma prominente, la extensión del perímetro de la regulación a instituciones sistémicas que habían quedado fuera del marco regulatorio y la revisión de los incentivos a los que se enfrentan instituciones financieras e inversores. Pero la experiencia reciente hace también más patente el nexo entre estabilidad financiera y políticas macroeconómicas —particularmente, la política monetaria— y refuerza el argumento de que estas deben actuar preventivamente ante riesgos de medio y largo plazo asociados a la emergencia de desequilibrios, frecuentemente ligados al excesivo endeudamiento y a dinámicas insostenibles del precio de los activos.

### **3 La evolución de la economía española en un contexto internacional de crisis**

#### **3.1 LOS CONDICIONANTES EXTERNOS DEL AJUSTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

La crisis financiera internacional, que se superpuso al ajuste que había iniciado la economía española...

... generó un endurecimiento de las condiciones de financiación...

La evolución de la economía española a lo largo de 2008 estuvo condicionada por el agravamiento de la crisis financiera internacional y el progresivo debilitamiento de la economía mundial. Ambas perturbaciones se superpusieron al proceso de ajuste interno que se había iniciado con anterioridad, impulsado por la corrección del sector inmobiliario y el elevado nivel de endeudamiento del sector privado, hasta el punto de terminar adquiriendo un carácter dominante en el desarrollo de la crisis. Aunque los canales de propagación de la crisis financiera y real fueron similares a los que se han descrito en el epígrafe anterior a nivel internacional (endurecimiento de las condiciones de financiación, crisis de confianza, caída de la riqueza, descenso en los flujos comerciales), la transmisión a la economía española de estas perturbaciones presentó algunos rasgos específicos diferenciales. Así, en sus etapas iniciales, la prácticamente nula exposición directa e indirecta de las entidades de crédito españolas a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses, junto con su favorable situación financiera, atenuó el impacto de estas perturbaciones sobre su posición patrimonial. A ello también contribuyó la dilatada vida media de la deuda viva emitida, que hizo que las necesidades de refinanciación a corto plazo fueran moderadas. No obstante, el bloqueo de los mercados de financiación mayorista afectó de manera creciente a los intermediarios españoles por su elevada dependencia del ahorro exterior, que hubieron de reaccionar sustituyendo las emisiones de valores a largo plazo por instrumentos a corto plazo y captando fondos en los mercados interbancarios, incluyendo el recurso al Eurosystema.

El recorrido de estas soluciones transitorias ante el cierre de los mercados mayoristas era limitado. A su vez, la creciente retroalimentación entre las tensiones financieras y la debilidad de la economía real originaron nuevos impactos sobre las entidades, a cuyos efectos resultaba mucho más difícil sustraerse. En particular, la percepción del riesgo de las operaciones crediticias se incrementó sustancialmente, en un contexto en el que las ratios de dudosa, que partían de unos niveles muy reducidos, venían mostrando un rápido crecimiento, situándose en el segmento de otros sectores residentes (hogares, sociedades e instituciones financieras distintas de las del sistema crediticio) en el 3,4% a finales de 2008, frente al 0,9% un año antes. En consonancia con la tónica habitual de comportamiento procíclico de la oferta de crédito, los intermediarios fueron endureciendo los criterios de concesión de préstamos ante el deterioro de las perspectivas macroeconómicas en general y las de determinados sectores (como

el inmobiliario) en particular. A ello también contribuyeron las exigencias de los mercados sobre las ratios de capital requeridos a las entidades y las mayores dificultades de obtención de fondos en los mercados internacionales, aunque según se deduce de las respuestas a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios estos dos últimos factores desempeñaron un papel menos importante.

El endurecimiento de las condiciones de financiación operó también a través de un encarecimiento de los fondos, ya que el notable incremento de los tipos interbancarios se transmitió a los tipos de interés crediticios (véase gráfico 1.3). Además, en algunos casos (como, en particular, en la financiación a las PYME y a los hogares para fines distintos de la adquisición de vivienda) se elevaron los diferenciales con respecto a las rentabilidades interbancarias. Asimismo, se incrementó el coste de los recursos propios de las empresas. Las restantes condiciones crediticias distintas al precio también se hicieron más exigentes. Así, se redujo el plazo medio de las operaciones y aumentaron las garantías requeridas. Sin embargo, en la parte final del año, los importantes descensos en los tipos de intervención empezaron a trasladarse al coste de financiación del sector privado, tendencia que se hizo más pronunciada durante los primeros meses de 2009.

... un deterioro de la confianza de los agentes...

La crisis financiera y su impacto en la economía real han generado también un deterioro progresivo y generalizado de la confianza de los agentes y un incremento notable de la incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Aunque este es un fenómeno global, inicialmente fue algo más intenso en países como España, cuyo ciclo económico está más vinculado al sector inmobiliario y tiene una mayor dependencia de la financiación exterior. La crisis de confianza y la incertidumbre contribuyeron a desalentar el gasto de los agentes más allá de lo que podría justificar el ajuste interno o el reequilibrio de las posiciones patrimoniales del sector privado. Con carácter general, la pérdida de confianza se ha revelado como una de las dimensiones de la crisis que plantea mayores retos a la política económica.

... una caída de la riqueza de las familias, desencadenando una desaceleración del crédito y un retroceso de la demanda interna...

Por otra parte, la crisis financiera internacional ha tenido un impacto desfavorable sobre la riqueza de las familias españolas. El valor de los activos financieros se redujo en torno a un 12%, como resultado fundamentalmente de la disminución de las cotizaciones bursátiles.

Por lo que se refiere al componente inmobiliario, aunque los indicadores habitualmente utilizados para medirlo muestran que apenas varió en 2008 en términos nominales, ya que el descenso del precio de los inmuebles (3,2%, según los datos del Ministerio de Vivienda) se vio aproximadamente compensado por un incremento similar en el *stock* de viviendas, es muy probable que estas cifras subestimen la caída que se produjo durante dicho período. Así, en un contexto de baja actividad del mercado inmobiliario, el parque de viviendas en manos de los hogares puede haber crecido menos de lo que se deduce de la información sobre viviendas iniciadas, al tiempo que es previsible que en las condiciones actuales la estadística publicada por el Ministerio de Vivienda recoja con un cierto retraso la evolución real de los cambios en las valoraciones. En estas circunstancias, el indicador de precios del INE sobre la vivienda de segunda mano, que evidencia un retroceso del 10,7% durante el pasado ejercicio, puede ser más representativo. Considerando ambos factores, la pérdida de riqueza inmobiliaria registrada el año pasado podría cifrarse en algo más de un 8%.

En conjunto, los descensos en el valor del patrimonio de los hogares generaron un efecto riqueza que contribuyó a la contracción del consumo y de la inversión en vivienda. El in-



		2003	2004	2005	2006	2007	2008
DEMANDA Y PRODUCTO (b)	Producto interior bruto	3,1	3,3	3,6	3,9	3,7	1,2
	Consumo privado	2,9	4,2	4,2	3,9	3,5	0,1
	Consumo público	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	5,3
	Formación bruta de capital	5,2	5,2	6,5	7,7	5,0	-2,8
	Inversión en equipo	4,1	5,1	9,2	10,2	10,0	-1,1
	Inversión en construcción	6,2	5,4	6,1	5,9	3,8	-5,3
	<i>Vivienda</i>	9,3	5,9	6,1	6,0	3,8	-10,9
	<i>Otras construcciones</i>	3,5	5,0	6,2	5,7	3,9	0,9
	Exportación de bienes y servicios	3,7	4,2	2,5	6,7	4,9	0,7
	Importación de bienes y servicios	6,2	9,6	7,7	10,3	6,2	-2,5
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (c)	Empleo total	2,4	2,7	3,2	3,2	2,9	-0,6
	Tasa de ocupación (d)	60,8	62,0	64,3	65,7	66,6	65,3
	Tasa de paro	11,5	11,0	9,2	8,5	8,3	11,3
	Remuneración por asalariado	3,6	3,0	3,7	3,9	3,7	5,3
	Costes laborales unitarios	2,9	2,4	3,3	3,2	2,9	3,4
	Deflactor del PIB	4,1	4,0	4,3	4,0	3,2	3,0
	Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	2,6	3,2	3,7	2,7	4,2	1,4
	Índice de precios de consumo (media anual)	3,0	3,0	3,4	3,5	2,8	4,1
	Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC)	1,0	0,9	1,2	1,4	0,7	0,9
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (e)	Ahorro de los sectores residentes (f)	24,5	23,5	22,9	22,6	21,6	20,5
	<i>Administraciones Públicas</i> (f)	3,3	3,1	4,5	5,7	6,1	0,1
	Inversión de los sectores residentes	27,4	28,3	29,5	31,0	31,2	29,6
	<i>Administraciones Públicas</i>	3,5	3,4	3,6	3,6	3,9	3,9
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-2,9	-4,8	-6,5	-8,4	-9,7	-9,1
	<i>Administraciones Públicas</i>	-0,2	-0,4	1,0	2,0	2,2	-3,8
	Deuda bruta de las Administraciones Públicas	48,7	46,2	43,0	39,6	36,2	39,5
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (g)	Tipo de intervención semanal del BCE	2,3	2,0	2,0	2,8	3,9	3,9
	Tipo de la deuda pública a diez años	4,1	4,1	3,4	3,8	4,3	4,4
	Tipo sintético del crédito bancario	4,4	4,0	3,8	4,6	5,7	6,2
	Índice General de la Bolsa de Madrid (Base DIC 1985 = 100)	706,4	863,3	1.066,1	1.344,0	1.637,0	1.263,1
	Tipo de cambio dólar/euro	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5
	Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (h)	100,0	100,7	100,8	101,1	102,3	104,1
	Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (i)	104,2	106,7	109,1	111,8	114,4	117,2
	Tipo de cambio efectivo real con UEM (i)	103,7	105,4	107,7	110,3	111,6	112,1
	Medios de pago	12,0	11,3	14,4	11,5	-2,9	-3,2
	Activos líquidos (j)	8,8	5,8	11,2	8,2	8,9	11,0
	Financiación total de las familias	19,1	20,2	20,9	19,6	12,5	4,4
	Financiación total de las empresas no financieras	13,4	13,2	21,4	27,9	17,7	7,3

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.

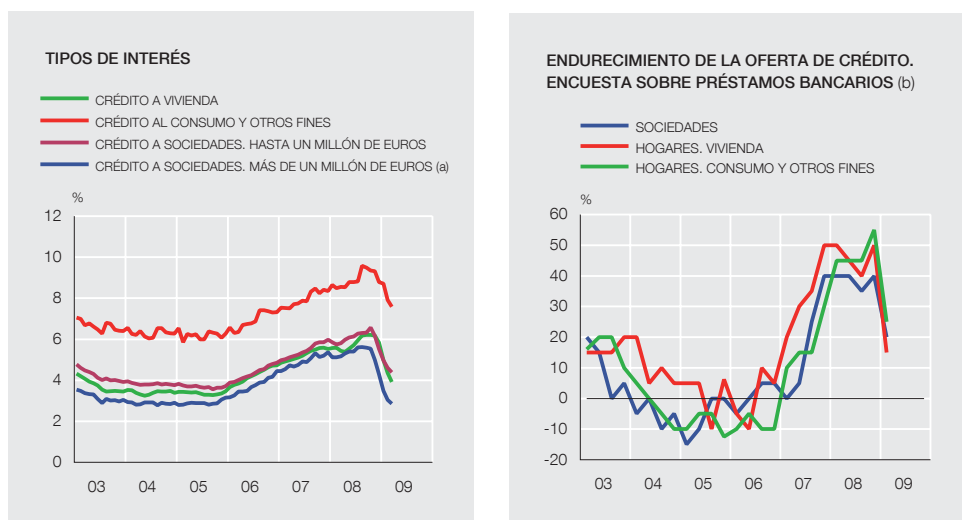
f. Incluye transferencias netas de capital recibidas.

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.



FUENTE: Banco de España.

a. El tipo de interés se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b. 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.

crecimiento en el coste de financiación y el deterioro de las expectativas de ingresos futuros y de revalorización de los activos inmobiliarios y financieros frenaron la demanda de fondos ajenos de las empresas y de los hogares, evolución que, junto con el descenso de la oferta, se tradujo en una fuerte desaceleración del crédito a estos sectores, reduciéndose la tasa de crecimiento interanual del 16% a algo menos del 6%. No obstante, esta cifra se situaba aún por encima del avance nominal del PIB al cierre del ejercicio. En la parte transcurrida de 2009 el avance de la financiación bancaria ha seguido moderándose hasta alcanzar un ritmo de expansión interanual en el entorno del 3% en abril, según las cifras conocidas con posterioridad al envío de este Informe a edición.

... así como la desaparición de los apoyos externos que en otras circunstancias habrían amortiguado el descenso del gasto interno

Al igual que está ocurriendo en la mayoría de países, un canal de propagación que ha ido cobrando importancia creciente a medida que la crisis financiera se iba haciendo más pronunciada y sus efectos se trasladaban a la actividad es el que transcurre a través de los flujos de comercio. En este sentido, el progresivo debilitamiento de la actividad económica mundial a lo largo del pasado ejercicio afectó a la demanda de productos españoles procedente del exterior, de forma más intensa conforme avanzaba el año, si bien el alto contenido importador de las exportaciones y del resto de componentes de la demanda final alivió este efecto sobre el crecimiento.

En suma, la magnitud y la persistencia de la crisis financiera global y su impacto sobre la economía mundial han transformado radicalmente el entorno en el que los hogares y las empresas desarrollan sus planes de gasto. Frente a lo ocurrido durante la larga fase expansiva previa, las condiciones de acceso a la financiación se endurecieron notoriamente, se acumularon importantes descensos en la riqueza del sector privado, se produjo un considerable debilitamiento del entorno exterior, y todo ello con un trasfondo de pérdida de confianza y de incertidumbre crecientes. La confluencia de todos estos factores sobre una economía que ya había iniciado un proceso de ajuste en respuesta a los desequilibrios acumulados intensificó la trayectoria de debilitamiento de la actividad y activó los procesos de realimentación entre lo financiero y lo real, ya mencionados.



### 3.2 DEL AJUSTE A LA RECESIÓN

Estas fuerzas contractivas añadieron severidad al ajuste y desembocaron en una recesión en la segunda mitad de 2008...

... como consecuencia del debilitamiento de la demanda nacional, ya que la demanda exterior tuvo una aportación positiva

El desplome del gasto repercutió muy negativamente sobre la actividad y el empleo, que empezó a caer por primera vez desde 1994

El gasto de las familias experimentó un ajuste muy severo. El frenazo del consumo y la recuperación de la tasa de ahorro reflejaron el fuerte deterioro de la confianza

La inversión residencial mostró una acusada reducción y se acentuó el ajuste de los precios de la vivienda y del sector inmobiliario

La economía española mostró una continuada pérdida de impulso, que se acentuó en la segunda mitad del año, cuando el PIB encadenó dos trimestres de caídas consecutivas en su tasa de crecimiento intertrimestral —por primera vez desde 1993—, que le llevó a cerrar el ejercicio con un descenso del 0,7% en términos de la tasa interanual. Esta pauta recesiva se hizo más visible en el primer trimestre de 2009, con un descenso del PIB del 3% en tasa interanual, según la información conocida cuando este Informe se encontraba en edición. La información disponible para el segundo trimestre apunta a una contracción de la actividad, aunque a un ritmo menos intenso.

El incremento medio del producto en el conjunto de 2008 —que ascendió al 1,2%, frente al 3,7% de 2007— encierra un perfil de rápida desaceleración, así como una profundización del cambio en el papel que desempeñan la demanda nacional y la demanda exterior neta en el avance del gasto, iniciado en la segunda mitad de 2006. En este sentido, la demanda nacional se contrajo a lo largo del ejercicio, hasta alcanzar una caída en su tasa interanual del 2,8% en el último trimestre, mientras que la demanda exterior neta mostró un pronunciado aumento, con una aportación de 2,3 pp al crecimiento del producto en ese último trimestre, amortiguando, por consiguiente, el efecto contractivo de la demanda nacional sobre el PIB. Cabe destacar que, en el contexto de progresivo debilitamiento de la economía mundial, la mejora de la aportación del sector exterior se debió a la notable ralentización de las importaciones.

Por el lado de la oferta, el desplome de la actividad repercutió muy desfavorablemente sobre el empleo, que avanzó moderadamente en la primera parte del año y descendió en la segunda mitad del mismo —por primera vez desde 1994—, conforme el proceso de destrucción de puestos de trabajo en el sector de la construcción se intensificaba y se iba extendiendo a otras ramas productivas, hasta anotar un descenso del 3% en el último trimestre.

En respuesta a este cúmulo de circunstancias, el gasto de las familias experimentó un ajuste muy severo, pues sobre él confluyeron los factores contractivos mencionados, a los que se añadió como un factor especialmente determinante la caída del empleo (en el recuadro 1.2 se proporciona información más detallada sobre el carácter diferencial de este ciclo en España). El consumo de los hogares experimentó un recorte abrupto a lo largo del año, de manera que resultó ser el componente de la demanda interna que más contribuyó a la desaceleración del PIB en 2008. Y ello a pesar de que la renta disponible de las familias experimentó un repunte, reflejando el impacto expansivo de las medidas fiscales adoptadas, que se describen más adelante, y el pronunciado descenso de la inflación en la segunda mitad del mismo. Por el contrario, el endurecimiento de las condiciones de financiación y el empeoramiento del mercado laboral tendieron a aminorar la contribución de estas fuentes de renta, y la pérdida de valor de la riqueza actuó en esta misma dirección. Cabe atribuir un papel determinante en el debilitamiento del consumo de los hogares al deterioro de la confianza de los consumidores y de las perspectivas laborales, tal y como corrobora la intensa recuperación de la tasa de ahorro, que se elevó hasta el 13% de la renta disponible, tras cinco años de caídas consecutivas.

La inversión residencial mostró una acusada reducción, que fue cobrando intensidad a lo largo del año, hasta registrar un descenso de casi el 20% en el último trimestre. La oferta inmobiliaria reaccionó con intensidad a la caída de la demanda residencial, lo que se plasmó en un recorte sustancial del número de viviendas iniciadas, que en promedio fue un 40% inferior al del 2007. A pesar de la intensidad de esta corrección, continuó ampliándose el *stock* de inmuebles sin vender, pues en el transcurso de 2008 se fueron acabando las viviendas iniciadas en la fase de máxima expansión del sector residencial, en torno a 2006. El exceso de oferta acumulado contribuyó a intensificar la trayectoria de desaceleración de los precios de la vi-

En 2007, la economía española empezó a experimentar una desaceleración de su actividad, que la ha conducido a registrar tasas interanuales negativas de expansión del producto desde el último trimestre de 2008. En este recuadro se realiza una comparación de la actual recesión en nuestro país con la que está teniendo lugar en otras áreas geográficas y con otros episodios análogos de la economía española en el período comprendido entre 1970 y la actualidad.

La identificación de los ciclos económicos no está exenta de ambigüedades, existiendo diversos métodos alternativos. En este recuadro, para la identificación de los ciclos recesivos se ha empleado un procedimiento basado en las desviaciones del PIB respecto a su tendencia. Los períodos en los que la desviación positiva alcanza su mayor valor son los *picos* cíclicos (que no necesariamente se corresponden con los momentos del ciclo en los cuales la tasa interanual alcanza su valor más elevado). De acuerdo con este procedimiento, el pico del ciclo actual tuvo lugar en el primer trimestre de 2008, tanto en España como en el área del euro y en Estados Unidos, lo que da idea de la elevada sincronía cíclica entre las tres economías<sup>1</sup>. En el gráfico 1 se representa la evolución de las tasas interanuales de crecimiento del PIB en los trimestres posteriores al pico en España, la UEM y Estados Unidos, donde los datos observados han sido alargados en el primer caso con la senda de las previsiones realizadas por el Banco de España para el *Informe de proyecciones de la economía española* de marzo de 2009, y en los dos restantes, con las previsiones de *Consensus Forecasts* de ese mismo mes. Según estas previsiones, el mínimo de la tasa interanual se alcanzaría en el segundo trimestre de 2009 en la UEM y en Estados Unidos, y en el tercero en España. De esta forma, en el caso español transcurrirían, de acuerdo con el *Informe de proyecciones*, seis trimestres desde el pico del ciclo actual hasta que se alcance la tasa mínima de crecimiento interanual. Dado que las tasas interanuales recogen con cierto desfase la evolución de las intertrimestrales, en términos de estas últimas los mínimos serían algo anteriores. Por otro lado, la recuperación de la economía española sería menos intensa, en particular en comparación con la norteamericana.

Además del actual, la economía española ha registrado dos ciclos recesivos desde 1970, cuyos picos están fechados en el primer trimestre de 1974 y en el cuarto de 1991 (gráfico 2). Como se puede observar, el mínimo de la tasa interanual de crecimiento en los dos ciclos recesivos anteriores se alcanzó, al igual que se proyecta para el ciclo actual, seis trimestres después del pico —esto es, en el

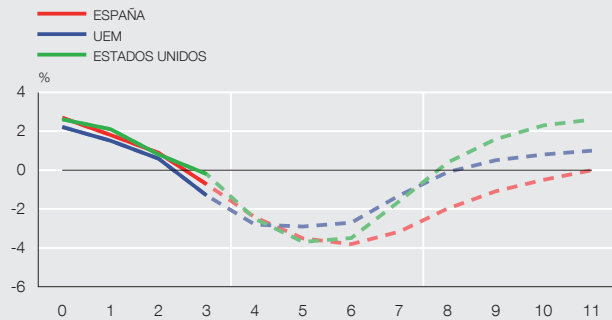
tercer trimestre de 1975 y en el segundo de 1993, respectivamente—. De entre los tres episodios considerados, el más alejado en el tiempo se caracterizó por presentar ritmos de expansión del producto sustancialmente más elevados durante toda la fase de desaceleración, de modo que el PIB apenas llegó a contraerse.

En comparación con la recesión de los años noventa, la actual parte de una tasa de crecimiento interanual similar en el pico cíclico. No obstante, en los tres trimestres posteriores para los que existe dato observado, la desaceleración ha sido más pronunciada en el presente episodio, intensificándose esa diferencia, según las previsiones del Banco de España, en los próximos trimestres, con lo que el mínimo sería más bajo, y la recuperación posterior, más suave. Todos los componentes de la demanda nacional privada contribuyen a explicar la mayor intensidad de la ralentización del producto en el ciclo actual en los tres trimestres observados desde el pico. No obstante, cabe destacar el comportamiento más desfavorable del consumo privado, y especialmente de la inversión residencial, inmersa en un profundo período de ajuste tras la prolongada fase de auge (gráfico 3). De este modo, sería el gasto de las familias —y no el de las empresas— el que explicaría en mayor medida que la recesión actual esté presentando una mayor intensidad. El peor comportamiento del gasto de los hogares en comparación con el ciclo anterior guarda una estrecha relación, entre otros factores, con el impacto negativo de la mayor intensidad de la destrucción de empleo sobre las rentas de estos agentes y sobre sus expectativas futuras (gráfico 4).

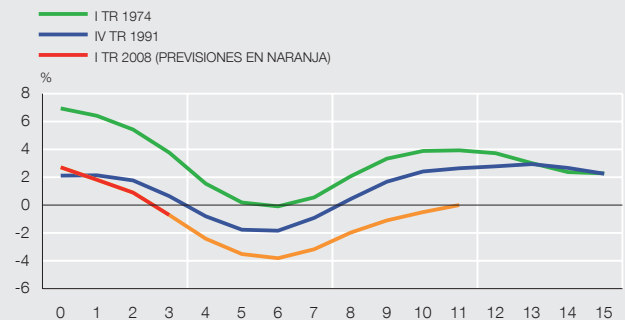
Por otro lado, tras la relativa resistencia inicial de las exportaciones (véanse los gráficos 5 y 6), el ciclo actual se está caracterizando por un deterioro mucho más pronunciado de este componente de la demanda, como consecuencia del fuerte retroceso del comercio mundial. Así, mientras que entre 1991 y 1993 la tasa de crecimiento de los mercados de exportación de España disminuyó en 4 pp, entre 2007 y 2009 se espera que lo haga en casi 15 pp. Además, en el ciclo anterior la contribución de las ventas al exterior a la salida de la recesión fue muy elevada, como consecuencia de la ganancia de competitividad derivada de las devaluaciones del tipo de cambio de la peseta. En esta ocasión, puesto que la pertenencia de España a la UEM no permitirá que se produzcan ganancias de competitividad de análoga magnitud y rapidez, la recuperación de las exportaciones deberá descansar sobre la de nuestros mercados exteriores y sobre la contención del crecimiento de los costes y márgenes. En todo caso, puesto que, en consonancia con la mayor debilidad de la demanda final, las importaciones están retrocediendo en el ciclo actual a tasas notablemente más elevadas que las observadas entonces, el sector exterior está realizando una contribución neta al sostenimiento de la actividad considerablemente superior.

1. En Estados Unidos, donde el fechado de los ciclos tiene una naturaleza oficial, el inicio de la recesión se data en diciembre de 2007.

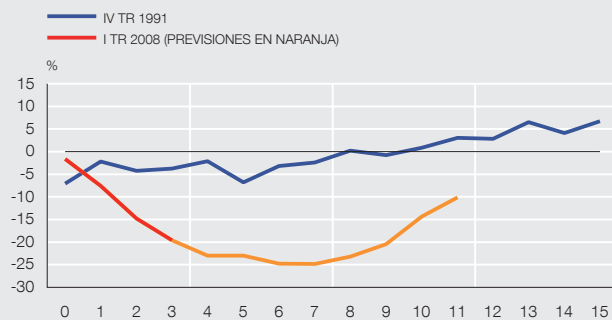
1 COMPARACIÓN DEL CICLO ACTUAL (PICO: I TR 2008)  
(Previsiones en línea discontinua)



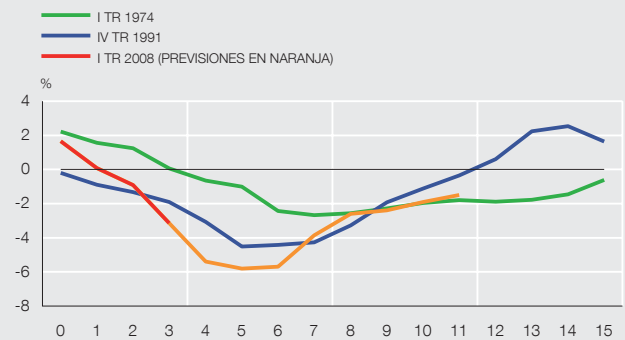
2 CICLOS RECIENTES EN ESPAÑA: PIB



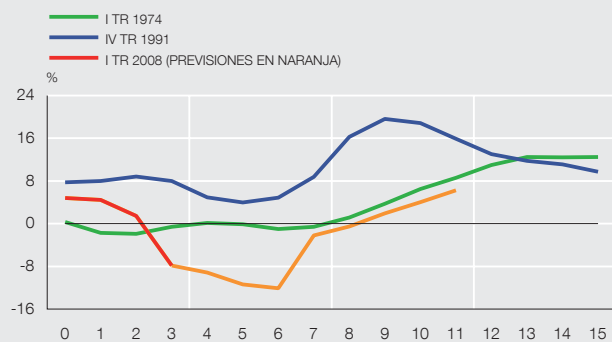
3 CICLOS RECIENTES EN ESPAÑA: INVERSIÓN RESIDENCIAL



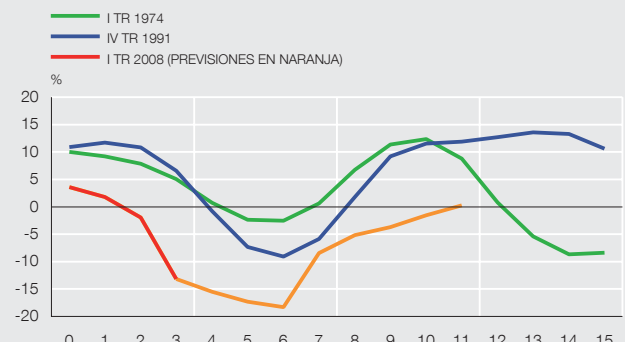
4 CICLOS RECIENTES EN ESPAÑA: EMPLEO



5 CICLOS RECIENTES EN ESPAÑA: EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



6 CICLOS RECIENTES EN ESPAÑA: IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, *Consensus Forecasts* y Banco de España.

vienda, que comenzaron a descender en la segunda parte del año, tras haberse incrementado fuertemente en los años anteriores. Y ello generó expectativas adicionales de descensos e inhibió la demanda residencial. En estas circunstancias, el sector inmobiliario afrontó un profundo proceso de reestructuración a lo largo de 2008, contribuyendo de forma determinante al desplome de la actividad y del empleo, lo que generó efectos contractivos muy potentes sobre el resto de la economía.

Las necesidades de financiación de las familias

El aumento de la tasa de ahorro y la disminución de la inversión residencial determinaron un fuerte descenso en las necesidades de financiación de las familias, de modo que en el con-

disminuyeron sustancialmente y su ratio de endeudamiento comenzó a flexionar a partir del mes de octubre

junto del año los hogares generaron capacidad de financiación por un importe equivalente al 0,6% del PIB. La desaceleración de la deuda de los hogares se vio acentuada por el endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria y se empezó a reflejar en una ligera reducción de la ratio de endeudamiento, a partir del último trimestre, que, sin embargo, no se tradujo en un descenso de la carga financiera asociada, debido al aumento que, en el promedio del año, experimentó el coste medio de los pasivos.

La inversión empresarial se desplomó en los meses finales del ejercicio...

Por su parte, la inversión empresarial mantuvo una mayor resistencia en la primera parte del ejercicio, pero se desplomó en los meses finales, por la desfavorable evolución de la demanda, el intenso deterioro de las expectativas y el agravamiento de la tensión financiera. Esta última está afectando negativamente a las condiciones de financiación de los proyectos de inversión nuevos, con un endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria y dificultades para la captación de recursos por esa vía, sobre todo tras los acontecimientos en los mercados financieros en el último trimestre. El descenso de la inversión productiva determinó una intensa reducción en las necesidades de financiación. En línea con esta evolución, los fondos ajenos de las sociedades registraron una notable desaceleración en 2008, que fue generalizada por ramas de actividad, aunque especialmente intensa en servicios inmobiliarios y construcción. Como consecuencia, se ralentizó el avance de la ratio de endeudamiento, si bien el ascenso del coste medio de la deuda viva hizo que la ratio de carga financiera siguiera aumentando, frenando el avance de los beneficios. Por su parte, la ratio de los beneficios en relación con el capital productivo siguió disminuyendo.

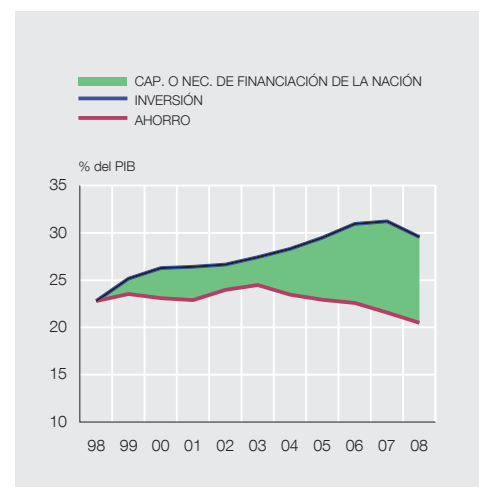
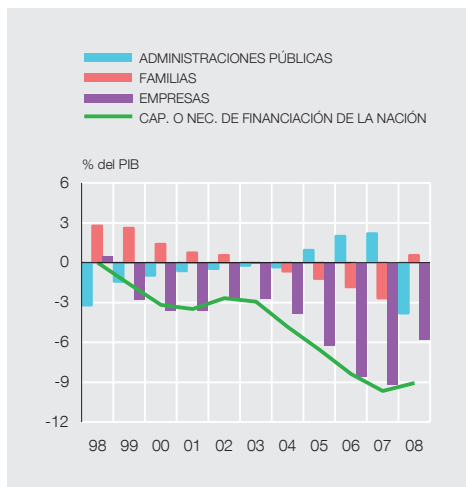
... y el sector exterior contribuyó al sostenimiento de la actividad...

Como se ha señalado, el sector exterior mitigó el ajuste de la demanda interna, en un contexto en el que la aportación de la demanda exterior contribuyó positivamente al sostenimiento de la actividad, con intensidad creciente a lo largo del año, a partir del retroceso de las exportaciones.

... y se redujeron las necesidades de financiación de la nación a lo largo de 2008

Como contrapartida, las necesidades de financiación de la nación iniciaron un proceso de corrección en la segunda mitad de 2008, apoyado en la disminución del déficit de bienes y servicios. La reducción del desequilibrio comercial fue particularmente intensa en los últimos meses del año, cuando el saldo no energético acentuó su caída y el energético empezó a disminuir, reflejando el descenso de los precios del petróleo iniciado en los meses de verano (véase gráfico 1.4). Como resultado, según datos de la Balanza de Pagos, las necesidades de financiación de la economía se redujeron en el año 2008, por primera vez desde 2002, hasta alcanzar en el último trimestre una ratio del 7,9% del PIB, 1,5 pp inferiores a las que se observaron en igual período de 2007 (en el promedio del año, el descenso fue menor, de seis décimas, hasta el 9,1% del PIB). La corrección de las necesidades de financiación de la nación se ha acentuado en los meses transcurridos de 2009, haciendo patente la profundidad de la contracción de la demanda interna.

Desde el punto de vista de las decisiones de ahorro e inversión, la mejora en las necesidades de financiación revela una reducción del peso de la inversión sobre el PIB superior a la que registró la tasa de ahorro. Desde la perspectiva del endeudamiento neto de los sectores, se debió a la importante corrección en las necesidades de financiación de las sociedades no financieras y de las familias, hasta alcanzar, en este último caso, una posición de superávit, por primera vez desde 2002. El sector público, por el contrario, alteró drásticamente su posición excedentaria de los últimos años, pasando de una situación de capacidad de financiación del 2,2% del PIB en 2007 a una necesidad de financiación del 3,8% en 2008, una reversión de seis puntos del PIB en un solo año, sobre cuyo significado y alcance se volverá más adelante.



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

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

El debilitamiento de la actividad se propagó a todas las ramas productivas...

Por el lado de la oferta, el debilitamiento de la actividad se trasladó a todas las ramas productivas, aunque con particular intensidad a las ramas de la construcción y la industria, que registraron sendos descensos en el valor añadido, de manera anticipada y mayor intensidad en el primer caso. Por su parte, los servicios de mercado mostraron una resistencia superior en la primera mitad del año, pero no pudieron permanecer inmunes al clima de deterioro generalizado, por lo que al finalizar el año mantenían ritmos de avance positivos, pero muy moderados. De hecho, solo las actividades de no mercado sostuvieron niveles de actividad similares a los de años previos.

... y desembocó en una destrucción neta de puestos de trabajo a partir del verano

Como resultado de ello, el proceso de generación de empleo se quebró a partir del verano —tras 14 años de creación ininterrumpida de puestos de trabajo—, dando paso a una situación de acusado descenso de la ocupación en los meses finales que se ha prolongado en los primeros de este año (el empleo, según la EPA, se redujo a una tasa interanual del 6,4% en el primer trimestre de 2009). En conjunto, el ajuste de la ocupación fue superior al del valor añadido, con lo que la productividad aparente del trabajo se recuperó, volviendo a mostrar una pauta de comportamiento contracíclico, a diferencia del patrón que prevalece en la mayor parte de las economías. Debe señalarse, no obstante, que este comportamiento refleja importantes efectos composición y escasas ganancias genuinas de

eficiencia. Por ramas productivas, la caída de la ocupación en la construcción se había iniciado ya en 2007, mientras que en las ramas industriales comenzó en la segunda mitad de 2008, a la vez que el empleo acusaba un progresivo debilitamiento en los servicios de mercado.

Como había ocurrido en etapas recesivas anteriores, el ajuste del empleo recayó principalmente sobre los trabajadores con contrato temporal —lo que provocó un descenso de tres puntos en la ratio de temporalidad, hasta el 25,4% en el primer trimestre de este año—, los más jóvenes y aquellos con menor formación. El deterioro del mercado laboral constituye pues uno de los canales más potentes de propagación de los impulsos contractivos a los que está sometida la economía.

Pese al deterioro en el mercado de trabajo, la oferta laboral continuó aumentando, por lo que la tasa de paro se elevó rápidamente...

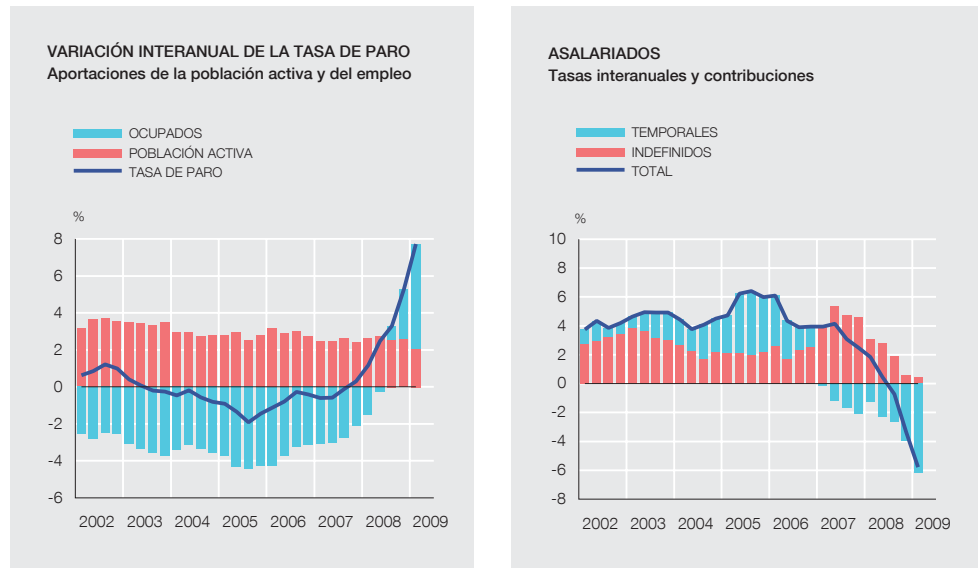
Pese al debilitamiento cíclico, la oferta laboral continuó aumentando en 2008, con una intensidad similar a la que se había observado en los años de mayor dinamismo económico, impulsada por el incremento de la participación femenina, si bien el ritmo de crecimiento de la población empezó a atenuarse tras una década de ascensos continuados, pues se observó una significativa desaceleración en el ritmo de entradas de emigrantes. El profundo deterioro del mercado laboral, tanto en términos de su velocidad de ajuste como de su magnitud, en este contexto de dinamismo de la población activa, tuvo un impacto muy negativo sobre el desempleo, con lo que la tasa de paro se elevó muy significativamente, hasta alcanzar un nivel del 17,4% en el primer trimestre de 2009, frente al mínimo histórico del 8% en los meses centrales de 2007 (véase gráfico 1.5). La evolución del desempleo afectó sobre todo a los jóvenes y a los trabajadores con menor formación, en los que la tasa de paro excedió el 20%. El desempleo de larga duración empezó a repuntar también en este período, tendencia que, de continuar, podría terminar afectando al componente estructural del desempleo.

... y los costes laborales repuntaron significativamente, mostrando una escasa sensibilidad a las peores condiciones cíclicas

A pesar del debilitamiento de la actividad, los costes laborales mostraron una considerable inercia. Los incrementos pactados en la negociación colectiva se situaron en el 3,6%, medio punto por encima de los de 2007, en respuesta al peor comportamiento de la inflación en la primera mitad del ejercicio. Esta mayor presión salarial se vio amplificada por el efecto de las cláusulas de salvaguarda, cuya activación en 2008 representó un incremento de algo más de un punto sobre las tarifas de convenio. Tanto la remuneración por asalariado (5,3%) como los costes laborales unitarios (3,3%) experimentaron crecimientos superiores a los de los años previos y por encima de los de nuestros socios comerciales.

La inflación experimentó a partir del verano caídas continuadas, con diferenciales negativos con la zona del euro, desde diciembre, lo que no ocurría desde el inicio de la UEM

La inflación mostró a lo largo del ejercicio un cambio drástico de tendencia. En el promedio del año, el IPC se situó en el 4,1%, con un máximo del 5,3% en julio, ante el intenso incremento del precio del petróleo y de otras materias primas (véase gráfico 1.6). A partir de ese momento, sin embargo, su ritmo de crecimiento disminuyó rápidamente, hasta alcanzar una tasa de variación negativa en mayo del -0,8%, según el avance del IAPC, difundido cuando este Informe se hallaba en las últimas fases de edición, reflejando el efecto de la corrección del precio del petróleo y de otras materias primas, pero también la debilidad de la demanda, como muestran los descensos de los precios de los productos industriales no energéticos y la desaceleración de los aumentos de precios de los servicios, a diferencia de su pauta histórica, que venía a indicar su escasa sensibilidad a los cambios de ciclo. El recorte de la inflación cobró mayor intensidad en España que en la UEM en los meses finales de 2008, con lo que el diferencial de inflación en términos del IAPC se tornó negativo a partir del mes de diciembre. Este desarrollo resulta indicativo de la severidad de la contracción, aunque también puede reflejar una mayor flexibilidad de los precios que



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.

ayudaría a activar las mejoras de competitividad necesarias para asentar la recuperación. La fuerte reducción de la inflación suministra, en todo caso, una referencia que debería favorecer una moderación sustancial de las tarifas salariales que se negocien en los convenios en el sentido requerido por los ajustes de costes necesarios para favorecer la creación de empleo.

#### 4 Las políticas económicas, perspectivas y retos

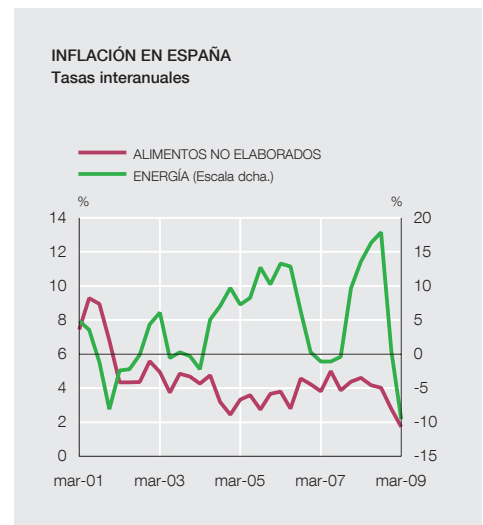
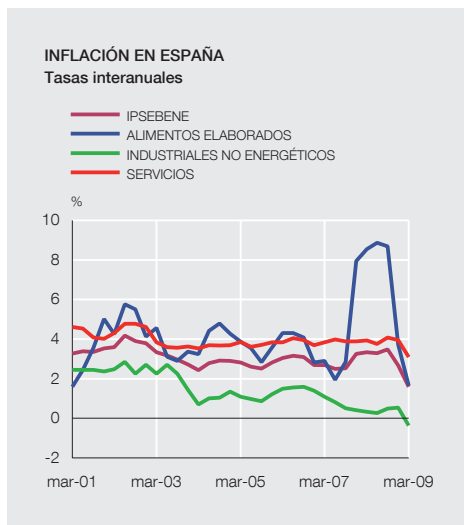
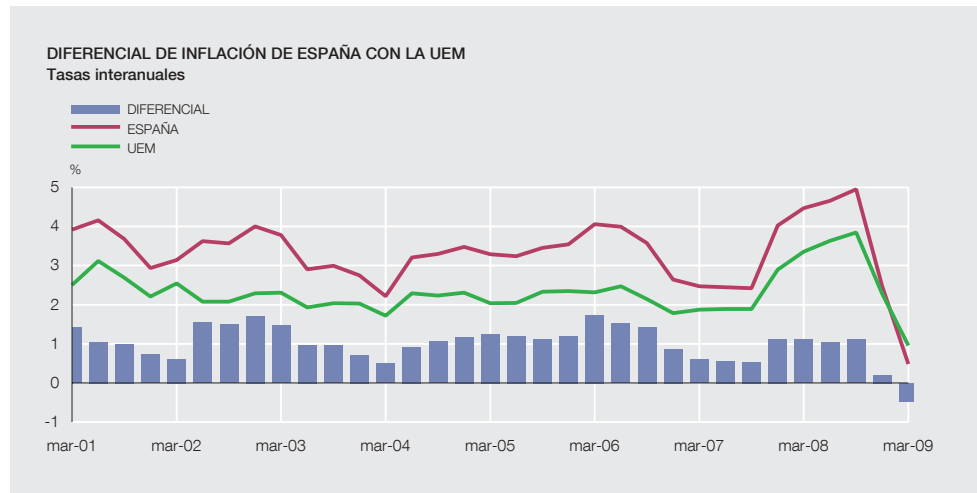
Las políticas económicas se fueron adaptando al cambio de la situación cíclica a lo largo del año...

... y recibieron un impulso adicional en los meses finales del mismo, con políticas de estímulo a la demanda y de apoyo al sistema financiero

Las políticas económicas se fueron adaptando al cambio de la situación cíclica a lo largo del ejercicio. En el ámbito de la política fiscal, los Presupuestos Generales del Estado para 2008 se habían diseñado con un sesgo marcadamente expansivo, tal y como se detalla en el capítulo 5 de este *Informe Anual*, que se vio reforzado con la adopción en el mes de abril de un conjunto de medidas de estímulo fiscal, de carácter esencialmente impositivo, generalista y con visos de permanencia. El frenazo de la actividad activó adicionalmente los estabilizadores automáticos, que ejercieron sus efectos a lo largo del ejercicio a través de los canales habituales (aumento de las prestaciones por desempleo y descenso de la recaudación impositiva), atenuando el impacto del progresivo debilitamiento del crecimiento sobre la renta disponible de los hogares.

Posteriormente, ante el agravamiento de las tensiones financieras en los últimos meses de 2008 y el rápido deterioro de la actividad, el Gobierno se sumó a las políticas de estímulo de la demanda y de apoyo al sistema financiero que se instrumentaron a nivel internacional. En el ámbito financiero, en el marco común de actuación coordinada a nivel europeo se instrumentaron medidas para restablecer la confianza, proporcionar vías de suministro de liquidez a plazos superiores a los que contemplan las operaciones de política monetaria y restaurar los canales de financiación en los mercados mayoristas. Con estos objetivos, en el mes de octubre se elevó el umbral del fondo de garantía de depósitos, se creó un fondo para la adquisición de activos financieros financiado por el Tesoro y se aprobó la concesión de garantías públicas a las emisiones de bonos de las entidades. También se abrió la posibilidad de que el Estado pudiera adquirir valores de renta variable, si en algún momento se juzgara necesario recurrir a este instrumento para capitalizar entidades.





FUENTE: Eurostat.

Otro conjunto de medidas se destinó a facilitar el acceso del crédito a determinados sectores o agentes que son especialmente vulnerables a las tensiones financieras, como las pequeñas y medianas empresas, y a suavizar el impacto de la crisis sobre las familias endeudadas en situación de especial dificultad, mediante el aplazamiento de una parte de las cuotas de los préstamos. Estas actuaciones se han llevado a cabo a través de la ampliación y de la creación de nuevas líneas de mediación del Instituto de Crédito Oficial.

También se aprobó en noviembre la creación de un Fondo Estatal de Inversión Local y de un Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo, por un importe acumulado de un 1% del PIB. En línea con las directrices del Plan de Recuperación Económica Europea, se trata de una actuación fiscal de naturaleza transitoria, que se dirige a impulsar la inversión pública en el ámbito municipal y en sectores estratégicos.

Cabe esperar que las medidas vayan desplegando sus efectos expansivos a lo largo de este año...

El conjunto de medidas disponible es, por tanto, muy extenso y cabe esperar que vayan desplegando sus efectos expansivos a lo largo de este año. En esta misma dirección actuarán los importantes recortes en los tipos de intervención que ha instrumentado el BCE desde el mes de octubre —cuya transmisión se está viendo reforzada por los cambios introducidos en el marco operativo (véase recuadro 4.2 de este Informe Anual)— y que se han reflejado en des-



centos del EURIBOR a doce meses de algo más de 3 pp desde entonces. Los menores tipos de interés se han empezado a trasladar ya al coste de financiación del sector privado y al coste medio de los préstamos vivos. Cabe prever, además, que, como consecuencia del predominio de los préstamos a tipos de interés variable, esta traslación se producirá de una forma relativamente rápida, lo que liberará recursos del sector privado que apuntalarán el impulso que están recibiendo de la reducción de los precios del petróleo y del descenso de la inflación.

... si bien las proyecciones macroeconómicas disponibles apuntan a una profundización de la actual recesión en 2009, con efectos depresivos importantes sobre la tasa de inflación

Con todo, las proyecciones macroeconómicas disponibles, aunque sujetas a un grado de incertidumbre excepcionalmente elevado, apuntan a una profundización de la recesión en España en 2009, de modo que el PIB se podría contraer en el entorno del 3%. Cabe prever, no obstante, que la intensidad de los efectos contractivos vaya disminuyendo a lo largo del ejercicio, siendo compensados gradualmente por el impacto de los estímulos de las políticas económicas instrumentadas y por los planes de respaldo público al sistema financiero, con lo que en 2010 la contracción sería más atenuada.

Para recuperar la confianza y que los planes de gasto se reactiven, es necesario que los desequilibrios acumulados se reabsorban

El restablecimiento de bases adecuadas para la recuperación de la confianza y la reanimación de los planes de gasto requieren que los desequilibrios acumulados durante la larga fase expansiva se encaucen y reabsorban. Para ello hace falta que avance el saneamiento de la posición patrimonial del sector privado y que se produzca una mejora efectiva de la competitividad y de las condiciones del mercado de trabajo. El sistema financiero, por su parte, deberá afrontar los retos que plantea a su estabilidad y eficiencia el nuevo escenario generado por la crisis financiera y el deterioro de las condiciones macroeconómicas en las que tiene que desenvolverse.

La solidez del sistema financiero es un activo que se ha de preservar

La estabilidad del sistema financiero constituye un activo imprescindible para asegurar los flujos crediticios y emprender la recuperación que es preciso preservar y fortalecer. Este sector desempeña una tarea transversal de crucial importancia para las economías de mercado en la selección de proyectos productivos y en la redistribución de riesgos entre los individuos que están mejor preparados para asumirlos. Y, en todo ello, la experiencia, la reputación y la confianza de los intermediarios son elementos fundamentales. Por ello, cuando se alcance el punto de inflexión de la crisis, el impulso de la economía dependerá mucho de la solidez y de la eficiencia del sistema financiero, que lo haga capaz de intermediar eficazmente y suministrar los flujos crediticios que sostengan las decisiones de gasto de empresas y familias.

La efectividad de las políticas de demanda depende de que su diseño sea adecuado

En las circunstancias actuales, la magnitud de la recesión a nivel mundial y las desfavorables perspectivas sobre la duración de la misma justifican la instrumentación de políticas expansivas de demanda, tanto monetarias como fiscales. Sin embargo, su efectividad depende crucialmente de que estén diseñadas adecuadamente. En el ámbito de la política fiscal, la magnitud de los impulsos debe tener en cuenta la posición de partida de las cuentas públicas y, sobre todo, su sostenibilidad a medio plazo. De esta forma, las políticas expansivas que se introduzcan han de ser de carácter transitorio e insertarse en una perspectiva de medio plazo que contemple la senda de retorno a la estabilidad cuando la economía se vaya normalizando. Igualmente, es importante que las medidas estén bien orientadas hacia los agentes más afectados por la crisis, en los que el impacto expansivo sobre la renta puede ser superior, y que contribuyan a mejorar la calidad de las finanzas públicas y la eficiencia de la economía (para mayor detalle en la discusión de los pros y los contras de la política fiscal discrecional en tiempo de crisis, véase el recuadro 1.3).

En España, la situación fiscal está fuertemente condicionada por la magnitud del impulso

Atendiendo a estas premisas, resulta fundamental tener en cuenta la magnitud del esfuerzo fiscal realizado, así como su impacto presupuestario. Cabe recordar que, cuando se inició el ajuste, la economía española partía de una posición presupuestaria relativamente

La política fiscal discrecional como herramienta de estabilización frente a la crisis económica ha ganado un peso importante en el último año. Prácticamente, todos los países de la Unión Europea y las principales economías de la OCDE han presentado paquetes fiscales de estímulo de la demanda más o menos ambiciosos para el período 2008-2010. Los paquetes presentan características muy distintas en cuanto a su composición, incorporando medidas por el lado de los ingresos, a través de bajadas de tipos impositivos de determinadas figuras o vía incentivos fiscales, y/o incrementos del gasto corriente y de la inversión pública. Además, su coste presupuestario es también muy variado, siendo relativamente reducido en algunos casos, como en Francia o Italia, y muy elevados en otros, como en los casos de España o Estados Unidos (véase recuadro 1.1). Más allá de la descripción de los paquetes fiscales adoptados, resulta crucial analizar el papel que pueden desempeñar las acciones discrecionales expansivas de política fiscal en la coyuntura actual. En este sentido, una revisión de los trabajos especializados sugiere varios aspectos a tener en cuenta a la hora de juzgar la oportunidad, el diseño y la efectividad de las políticas fiscales discrecionales.

Por una parte, la oportunidad de las medidas de política discrecional debe analizarse en conjunción con los impactos contracíclicos que de manera automática proporciona la política fiscal en la economía, esto es, con el papel de los estabilizadores automáticos. La transferencia de renta del sector público al resto de la economía a través de esta vía no responde a ninguna acción discrecional de los gobiernos y, por tanto, no se encuentra afectada por los retardos en la implementación de la política fiscal que afectan a las políticas discrecionales. En este sentido, el estímulo fiscal proporcionado por los estabilizadores automáticos es más elevado en la UE que en Estados Unidos, dados los sistemas fiscales más progresivos y las políticas de protección social existentes. Así, el flujo automático de renta del sector público hacia los hogares y las empresas provocado por un deterioro del 1% en la tasa de crecimiento del PIB se estima en 0,5 puntos del PIB en el caso del agregado del área del euro, en 0,43 en el caso de España, y entre 0,25 y 0,34 puntos en el caso de Estados Unidos<sup>1</sup>.

Por otra parte, si bien existe un cierto consenso de que la política fiscal discrecional, si se instrumenta sin retrasos significativos, puede tener efectos positivos sobre la economía en el corto plazo<sup>2</sup>, también se tiende a señalar que la mayor o menor efectividad de las políticas discrecionales depende de un conjunto de factores. Un aspecto fundamental es la composición del impulso fiscal, dado que, a pesar de la enorme heterogeneidad existente en los resultados de los estudios empíricos, parece haber evidencia de que en el muy corto plazo los incrementos de gasto público en forma de, por ejemplo, compras de bienes y servicios de carácter temporal presentan mayores multiplicadores que los recortes impositivos, pues una parte importante de estos últimos tiende a ahorrarse. No obstante, si el objetivo fuera afectar al crecimiento económico a medio plazo, los recortes impositivos y la inversión pública productiva —con sus efectos añadidos so-

bre la productividad— proporcionarían mejores herramientas que el aumento del gasto (corriente o de capital) meramente orientado al corto plazo. Así pues, el balance entre herramientas de corto y de medio plazo debería tener en cuenta la duración esperada de la situación de debilidad económica.

Además, debe subrayarse que los resultados reseñados se refieren a períodos normales, mientras que, en la situación actual de pérdida de riqueza financiera y elevada incertidumbre, incluso los multiplicadores de corto plazo podrían estar por debajo de sus valores históricos medios. En esta misma línea, otro factor importante para la efectividad de las medidas de estímulo fiscal es que estén dirigidas a los colectivos que de hecho tengan mayor probabilidad de gastar. En la situación actual, la pérdida de renta disponible debida al aumento del desempleo y el grado existente de restricción financiera han hecho aumentar la proporción de familias y empresas con dificultades para financiarse en los mercados de crédito<sup>3</sup>. Por tanto, las medidas discrecionales orientadas a estos colectivos tendrían mayor probabilidad de ser efectivas, tanto si se instrumentan mediante transferencias directas de renta como si consisten en la asunción de riesgos por parte del sector público, en forma de avales y garantías crediticias para familias y empresas. No obstante, las medidas orientadas a colectivos específicos deben diseñarse con cuidado, dado que tienen el potencial de distorsionar los mecanismos de la libre competencia y la asignación óptima de los recursos productivos entre actividades económicas alternativas.

La literatura académica señala también que la efectividad de las medidas discrecionales depende de cómo se comuniquen al público y, por tanto, de cómo afecten a sus expectativas. Si los paquetes fiscales se anuncian de manera clara y creíble, incluyendo una estrategia de consolidación en el medio plazo, pueden aumentar su efectividad. Si, por el contrario, consisten en conjuntos de medidas ocasionales o difíciles de entender por el público, pueden contribuir a aumentar la incertidumbre agregada en la economía, y llegar a tener efectos negativos sobre la actividad<sup>4</sup>.

Asimismo, la efectividad de la política fiscal depende de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes. En este sentido, en un entorno de baja inflación y bajo crecimiento en el que la política monetaria tiene un carácter expansivo compatible con el mantenimiento de expectativas de estabilidad de precios, resultan más limitados los posibles efectos alcistas que la política fiscal puede ejercer sobre los tipos de interés, con el consiguiente desplazamiento de la actividad privada.

En cualquier caso, no cabe descartar que la política fiscal expansiva pueda provocar un aumento de las primas de riesgo soberanas, dificultando así la financiación de la inversión privada. Los riesgos sobre las primas están relacionados con la percepción que tengan los agentes económicos sobre la sostenibilidad en el medio plazo de las finanzas públicas. Existe evidencia de que para niveles de endeudamiento públi-

1. Véase N. Girouard y C. André (2005), *Measuring Cyclically-adjusted Budget Balances for OECD Countries*, OECD Working Paper, n.º 434. 2. Un trabajo representativo es el de R. Perotti (2007), *In search of the transmission mechanism of fiscal policy*, NBER Working Paper, n.º 13143.

3. Véase A. Tagkalakis (2008), «The effects of fiscal policy on consumption in recessions and expansions», *Journal of Public Economics*, 92, pp. 1486-1508.

4. Para una ilustración, véase T. H. Hoon y E. S. Phelps (2008), «Future fiscal and budgetary shocks», *Journal of Economic Theory*, 143, pp. 499-518.

co elevados, o que muestren un deterioro rápido, los valores de los multiplicadores fiscales son menores, y pueden llegar incluso a ser negativos si los agentes económicos elevan sus tasas de ahorro para cubrirse de los riesgos de medio plazo que podrían suponer posibles problemas de solvencia o elevaciones drásticas de impuestos en el futuro para equilibrar las cuentas públicas. Estos mecanismos pueden operar con gran virulencia en economías pequeñas y muy abiertas, sensibles a los posibles efectos de desbordamiento entre economías, en especial en los casos en que el grado de endeudamiento exterior sea elevado. En este sentido, las acciones de política fiscal coordinadas por los gobiernos serían más efectivas. Por otro lado, muchos de los trabajos disponibles sobre la efectividad de la política fiscal discrecional tienden a encontrar efectos más significativos sobre la actividad económica de las medidas de carácter temporal, frente a las de carácter permanente, en especial en lo que respecta al gasto público, dado que aquellas no afectan a la situación fiscal de medio plazo.

Dada la diversidad de medidas incluidas en los paquetes de estímulo fiscal de los distintos países (véase recuadro 1.1), resulta difícil efectuar una valoración general de su posible impacto, a la luz de los determinantes discutidos en los párrafos anteriores. En todo caso, parece existir una tendencia general, según se avanza en el desarrollo de la crisis, a mejorar la calidad de las medidas en relación con su efectividad —por ejemplo, en términos de su carácter temporal y de su sesgo hacia partidas con multiplicadores teóricos más elevados, como la inversión pública—. No obstante, debe tenerse en cuenta que el hecho de que una cierta respuesta discrecional pueda ser adecuada en un momento del tiempo determinado no implica que los impulsos fiscales discretionales puedan ser ilimitados, dado que el margen de maniobra disponible puede estar agotándose debido a la gran magnitud de los fondos comprometidos, tanto en el ámbito estrictamente fiscal como en el financiero.

fiscal ya realizado y por su elevado impacto presupuestario...

saneada, que confería a la política fiscal un cierto margen para actuar de forma contracíclica, sin poner en riesgo la estabilidad presupuestaria. A lo largo de 2008, sin embargo, el impacto de los estabilizadores automáticos —de magnitud muy superior a la prevista inicialmente ante la mayor severidad de la crisis—, la pérdida de capacidad recaudatoria provocada por la sustancial corrección del sector inmobiliario y las numerosas medidas discretionales adoptadas han provocado un significativo deterioro de la posición fiscal, registrándose un déficit del 3,8% del PIB, frente a un superávit del 2,2% del PIB el año anterior, y un aumento de la ratio de deuda pública hasta el 39,4% en relación con el PIB, iniciándose el procedimiento de déficit excesivo, conforme a los requisitos que establece el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Atendiendo a las proyecciones macroeconómicas publicadas por el Banco de España a principios de abril, este empeoramiento de la situación fiscal se prolongará en 2009 y en 2010, con un aumento adicional del déficit, que podría alcanzar niveles superiores al 8% del PIB en ambos años, bajo el supuesto de implementación sin cambios de las medidas ya acordadas. En este contexto, se prevé que la ratio de deuda pública aumente muy rápidamente, con lo que podría situarse en 2010 en un nivel próximo al 60%, más de 20 puntos por encima del mínimo alcanzado en 2007.

... lo que pone de manifiesto los límites a la actuación de la política fiscal y la necesidad de evitar actuaciones que puedan poner en riesgo la estabilidad presupuestaria a medio plazo

Todo ello pone de manifiesto los límites a la actuación de la política fiscal —sobre todo, cuando las medidas adoptadas necesitan tiempo para desplegar sus efectos—, así como la importancia de mantener una senda de consolidación presupuestaria a medio plazo, de modo que, cuando se empiecen a dar unas condiciones macroeconómicas más favorables, la posición de las finanzas públicas no sea una rémora para la recuperación.

Es necesario, por tanto, evitar actuaciones que puedan llevar a cuestionar el compromiso con la estabilidad presupuestaria a medio plazo, lo que podría tener repercusiones negativas en términos del coste de captación de recursos, de la confianza y de generación de expectativas de subidas de impuestos que podrían terminar esterilizando los efectos expansivos de las medidas adoptadas. Aunque el nivel relativo de deuda pública se encuentra todavía por debajo de la media de los países de nuestro entorno, el elevado incremento previsto en los próximos años resulta preocupante por la dificultad que entraña su reversión, por la influencia

que puede ejercer sobre los costes de financiación de la economía —ya que las primas de riesgo parecen haberse hecho más sensibles, entre otros factores, a la percepción sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas— y porque, en definitiva, el mantenimiento de ratios de deuda pública reducidos resulta crucial para afrontar en mejores condiciones el futuro incremento del gasto en pensiones, uno de los más elevados en la UE.

Para ello, el marco del Pacto de Estabilidad y de las leyes de estabilidad presupuestaria sigue siendo adecuado y de él se derivan importantes exigencias de consolidación que salgan al paso de los riesgos de descontrol del déficit público y encaucen la senda de su futura reducción. En este contexto, resulta prioritaria la definición de una estrategia creíble para asegurar el cumplimiento de los requisitos establecidos por las leyes de estabilidad presupuestaria y los límites y objetivos de medio plazo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este sentido, al declarar la existencia de un déficit excesivo en España, el Consejo Europeo recomendó la corrección del mismo con una secuencia temporal que permita reducirlo al 3% en 2012. Por último, la colaboración de Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales continúa siendo crucial, por lo que el sistema de financiación de las Comunidades Autónomas que surja tras la revisión que se encuentra en discusión debe establecer los incentivos adecuados a un comportamiento disciplinado de estas administraciones.

Con todo, la intensidad de la recuperación y del crecimiento a largo plazo están condicionados a que se realicen los ajustes necesarios para sostener el potencial de crecimiento...

Pero, más allá de los importantes desafíos que plantea la resolución de la situación económica y financiera, hay que tener en cuenta que la intensidad de la recuperación y la capacidad de crecimiento a largo plazo están condicionadas a que se realicen los ajustes necesarios. Y ello plantea importantes retos para la política económica, en una situación en que no es posible recurrir a los ajustes del tipo de cambio para restaurar la competitividad y en que existe el riesgo de que las tendencias contractivas terminen mermando las posibilidades de expansión del producto potencial.

Los riesgos de que la menor utilización de los factores productivos durante la fase de ajuste acabe por generar efectos permanentes sobre el producto potencial provienen de distintas fuentes. De un lado, resultará difícil que la inversión productiva pueda compensar la intensa corrección que está experimentando la inversión residencial —necesaria, en todo caso, tras los excesos acumulados en el transcurso de la última década—. De otro, existe el riesgo de que el drástico aumento del paro pueda terminar provocando una elevada persistencia, como ocurrió en el pasado. Si este fuera el caso, se produciría una notable reducción del grado de utilización del factor trabajo, a la vez que cabe prever que la oferta laboral tienda a ralentizarse, a medida que se atenúen los impulsos derivados de la incorporación de la mujer al mercado de trabajo y de las entradas de inmigrantes, lo que podría tener efectos duraderos sobre el crecimiento potencial. A todo ello se añaden las dificultades existentes para impulsar la recuperación de la productividad total de los factores.

... lo que requiere la adopción de reformas estructurales orientadas a contener el ajuste del empleo, incrementar la productividad y promover la orientación de las inversiones hacia sectores más productivos

Para soslayar estos riesgos, las políticas de demanda resultan insuficientes, por lo que se requieren reformas estructurales orientadas a contener la intensidad y la persistencia del ajuste del empleo, incrementar la productividad y promover la orientación de las inversiones hacia sectores más productivos y con mayor potencial de crecimiento. En el mercado de trabajo, la magnitud de la reacción del empleo ante el cambio en las condiciones cíclicas pone de manifiesto la existencia de rigideces que emergen con intensidad en las fases recesivas e intensifican las tendencias contractivas. Para corregir estas características urge acometer reformas que permitan una mayor reacción de los salarios a cambios en las condiciones cíclicas y que eviten que el ajuste cíclico descansa excesivamente sobre el empleo. Como se analiza con más detalle en el capítulo 2 de este Informe, ello exige una modificación del marco de negociación colectiva y de la legislación de protección del empleo, que facilite las contrataciones en esta etapa contractiva y que, una vez que se recupere la demanda, permita retomar una senda

de generación de empleo sobre unas bases más sólidas que sea coherente con una utilización más intensiva y eficiente de este factor productivo.

Se ha de evitar que el desempleo sea persistente, a través de mejoras en los sistemas de intermediación y en la formación de los desempleados...

Al mismo tiempo, debe tratarse de evitarse que el fuerte incremento del desempleo conduzca a situaciones de persistencia que podrían obstaculizar la recuperación. Para ello, es fundamental seguir mejorando las políticas activas de empleo —tanto en el frente de los sistemas de búsqueda de empleo como en la adecuación de la formación de los desempleados a los perfiles profesionales demandados— y reforzar su coordinación con el sistema de prestación por desempleo. En este sentido, es necesario mejorar el funcionamiento de los servicios públicos de empleo, en particular en el ámbito de la intermediación, incorporando a este proceso a las agencias privadas de colocación con fines de lucro y asegurando una mayor coordinación entre las Comunidades Autónomas. Ello permitiría ampliar el conjunto de información compartida sobre vacantes y ofertas laborales, mejoraría los mecanismos para el seguimiento del grado de activismo en la búsqueda de empleo y permitiría diseñar planes de formación sobre unas bases más próximas a las demandas reales.

De otro lado, es necesario mejorar la orientación y la formación de los desempleados, en particular para los colectivos con especial riesgo de exclusión del mercado laboral, pues el aumento del paro está afectando de forma especialmente intensa a los trabajadores menos cualificados y a los empleados en la construcción, sector que difícilmente podrá recuperar los niveles de ocupación de los últimos años.

... así como facilitar la movilidad geográfica de los desempleados, lo que en parte puede realizarse mediante una reforma del mercado de alquileres

Otro aspecto que limita la capacidad de recolocación de los desempleados es la reducida movilidad geográfica de los trabajadores, que en parte está motivada por la escasa diferenciación salarial entre regiones, aunque también por el escaso desarrollo del mercado de alquiler. En este sentido, una reforma del mercado de alquileres podría resultar adecuada en las presentes circunstancias, en la medida en que permitiría dar salida al *stock* de viviendas sin vender, facilitar la demanda de alojamiento en un momento en que el acceso a la compra de vivienda puede resultar difícil y, además, promover la movilidad regional de los trabajadores. En este sentido, dos elementos de la legislación actual merecen especial atención. Por una parte, se debe garantizar la efectividad de las distintas medidas que se han ido adoptando para mejorar la seguridad jurídica de los propietarios. De otra, se deben flexibilizar algunos elementos de la actual legislación, como son los relativos a los plazos de duración de los contratos. Adicionalmente, habría que redirigir los fondos asignados a los programas públicos de vivienda protegida en propiedad al desarrollo de un parque de viviendas en alquiler suficientemente profundo. Es necesario también avanzar hacia un tratamiento fiscal más neutral y equilibrado de la vivienda en propiedad y en alquiler, terreno en el que recientemente se han anunciado posibles medidas.

Pero, además, debe incrementarse la calidad del capital humano y del capital tecnológico...

Pero, además, como se señaló con anterioridad, el cambio de patrón productivo que se necesita para retomar tasas de crecimiento potencial elevadas exige el fomento de la inversión en sectores alternativos a la construcción y el incremento de la productividad. Para ello, debe incrementarse el capital humano y tecnológico, aumentar la competencia y mejorar el entorno en el que las empresas desarrollan su actividad.

En el caso del capital humano, el aumento del nivel educativo de la fuerza laboral que se observó en la segunda mitad de siglo se ha visto frenado a lo largo de la última década, de forma que el porcentaje de población joven que no ha alcanzado un nivel de secundaria avanzado se ha estancado en niveles muy elevados (cerca del 40%, frente al 26% del área del euro), con repercusiones negativas en términos del menor avance de la productividad agregada.

Otros factores han tendido a atenuar los avances de la calidad del capital humano. Por un lado, como consecuencia del patrón de especialización seguido por la economía española en

la última etapa, la demanda de trabajo cualificado ha crecido menos que su oferta, provocando un desajuste que ha tendido a disminuir el incentivo individual a continuar estudiando. En este sentido, es crucial apoyar el esfuerzo innovador necesario para impulsar la demanda de trabajo cualificado y adecuar los programas de estudio de los niveles más avanzados a las demandas empresariales. Asimismo, no hay que subestimar el efecto que pueda tener el sistema de negociación colectiva sobre la rigidez de los salarios relativos, ni tampoco que los recientes incrementos del salario mínimo hayan podido traducirse en una compresión salarial artificial. Si bien estas políticas pueden obedecer a objetivos sociales de interés público, resulta necesario valorar el coste que supone en términos de la reducción de los incentivos a alcanzar mayores niveles educativos. Tampoco la segmentación del mercado de trabajo incentiva a los jóvenes a prolongar la etapa de formación, pues con excesiva frecuencia este esfuerzo culmina con la entrada en el mercado de trabajo a través de la contratación temporal. El margen de mejora en la formación continua es también muy amplio.

En cuanto al capital tecnológico, el nivel de gasto tanto en I + D 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. Aunque en los últimos años se han hecho esfuerzos significativos por parte del sector público en esta materia, que han arrastrado en alguna medida al sector privado, todavía no se perciben efectos favorables significativos. Además, en el caso de España siguen siendo pocos sectores de actividad los que concentran el grueso de la inversión privada en I + D, si bien el problema de baja inversión es generalizable a todos los sectores.

... y mejorar el entorno competitivo en el que las empresas toman sus decisiones, mediante la liberalización del sector servicios...

Para la mejora de la competencia y la liberalización sectorial, el sector servicios debe ser objeto de atención prioritaria, pues representa un porcentaje muy elevado del valor añadido y del empleo de la economía, aunque todavía inferior al observado en las economías más desarrolladas. Además, engloba las actividades más dinámicas, aquellas que lideran el proceso de generación de empleo y donde tienen mayor cabida las nuevas formas de relaciones laborales. Por otra parte, la creciente interacción entre la industria y los servicios ha tendido a incrementar la influencia de estos últimos sobre la competitividad internacional y sobre sus resultados comerciales.

En este sentido, la transposición de la Directiva de Servicios debe desempeñar un papel crucial en la liberalización del sector. La aprobación por el Consejo de Ministros de las leyes que inician su transposición debería facilitar la disminución de las cargas administrativas que soportan las empresas, reduciendo sus costes y mejorando su competitividad. Dado que el tejido productivo en España se caracteriza por el reducido tamaño de sus empresas, el impacto de esta medida será superior al del resto de la UEM. Debería, asimismo, contribuir a recortar significativamente las barreras a la creación de empresas que impone la legislación actual y la superposición de normas estatales, autonómicas y locales. La liberalización debería también profundizarse en el caso de los servicios profesionales, que se caracterizan por su elevado valor añadido y que, en algunos casos, cuentan con un potencial exportador también muy alto.

Asimismo, dentro del sector servicios, el comercio minorista representa un papel crucial, dado que su actividad consiste en poner a disposición del consumidor una buena parte de los bienes de consumo. Este sector se caracteriza en España por una regulación autonómica muy extensa, existiendo evidencia de que la mayor regulación en algunas Comunidades Autónomas ha venido asociada a una mayor inflación y a un menor empleo en el sector. En particular, las barreras a la entrada existentes pueden estar resultando especialmente limitativas de la competencia.

... y de las industrias de red

En cuanto a las industrias de red, aunque la liberalización ha sido relativamente profunda en los últimos años, persisten algunas deficiencias, como muestra que el crecimiento de la productividad en algunas de estas ramas continúa siendo reducido. En el sector energético, el episodio alcista que experimentó el precio del petróleo en la primera mitad del año pasado tuvo implicaciones particularmente adversas para la economía española, debido a su mayor dependencia de esta fuente energética y a la mayor intensidad en su utilización en los procesos productivos, lo que apela a corregir estos sesgos, en línea con los avances que han realizado otros países industrializados en este terreno. En cuanto al sector eléctrico, los precios continúan distorsionados, mientras que las interconexiones internacionales siguen siendo insuficientes. Por su parte, en el mercado de las telecomunicaciones, la cuota de mercado del antiguo monopolio sigue siendo muy elevada, tanto en telefonía fija como, sobre todo, en acceso a Internet, lo que podría estar limitando el grado de competencia efectiva.





## El impacto de la crisis financiera sobre la economía española

La crisis financiera internacional y sus consecuencias sobre la economía global han modificado radicalmente el escenario en el que se tiene que desenvolver la economía española. Esta crisis, cuyo origen y desarrollo son analizados con detalle en otros capítulos de este *Informe Anual*, ha supuesto un conjunto de perturbaciones de naturaleza financiera y macroeconómica, que se han venido a superponer sobre el proceso de ajuste que se había iniciado ya internamente para corregir los principales desequilibrios acumulados durante la expansión del período 1995-2006. La corrección de esos desequilibrios, que basculan básicamente en torno a una elevada concentración de recursos financieros y productivos en el sector inmobiliario y un exceso de endeudamiento, sigue siendo una condición imprescindible para la salida de la crisis. La fuerte contracción de la demanda interna está produciendo una rápida reducción del déficit exterior y del peso del sector de la construcción, pero a un coste muy elevado en términos de actividad y empleo. Esta forma de ajuste hace más patente, si cabe, la necesidad de mejorar sustancialmente los niveles de productividad y el funcionamiento de los mercados de bienes, servicios y factores de producción para incrementar la competitividad de la economía española, particularmente dado el profundo deterioro del entorno exterior, y así asentar de nuevo las bases de un crecimiento económico sostenido.

En este capítulo se profundiza en el análisis de los principales canales a través de los cuales la crisis financiera y económica internacional está incidiendo sobre el proceso de ajuste iniciado en la economía española a finales de 2006. Para ello, se dedica un primer apartado a revisar, brevemente, la naturaleza de los desequilibrios que desencadenaron el ajuste y la dinámica a la que conducía la corrección de los mismos, incluso en ausencia de perturbaciones externas. En la sección siguiente se abordan los principales impulsos contractivos adicionales que la crisis ha venido a añadir: una reducción de la riqueza, derivada de la pérdida de valor de los activos financieros e inmobiliarios de las familias; una revisión de las expectativas de crecimiento de la renta disponible, que resultan ahora menos favorables; y unas condiciones crediticias más restrictivas, como resultado tanto del incremento de los costes de financiación de las decisiones de gasto como de unas mayores dificultades para obtener los recursos con los que financiar esas decisiones. Finalmente, se caracterizan los principales mecanismos de transmisión de dichas perturbaciones, centrando la atención en los que discurren a través del comportamiento del consumo y del empleo, puesto que es la evolución de estas variables la que, a la postre, cabe esperar que influya en mayor medida en el alcance de la crisis que atraviesa la economía española. El papel que desempeñan dichos mecanismos tiene gran relevancia para la adecuada comprensión de los desafíos a los que se enfrentan los agentes económicos y la política económica en una coyuntura tan adversa.

### **1 Antecedentes: los desequilibrios y su corrección**

La crisis financiera incidió sobre la economía española cuando se estaba iniciando un proceso de ajuste, tras una larga expansión...

Durante su expansión, la economía española acumuló una serie de desequilibrios interdependientes entre sí, que se pueden condensar en dos: un abultado endeudamiento de las empresas y de las familias, que, al no estar compensado suficientemente por el mayor ahorro del sector público, se tradujo en un elevado recurso al ahorro exterior; y un peso excesivo del sector inmobiliario, en términos tanto de concentración de los recursos productivos en dicho sector —muy superior a lo observado en otros países— como de la importante materialización de la riqueza de los hogares en activos inmobiliarios.

A lo largo del período 1999-2006 la economía española experimentó un fuerte impulso de demanda: la demanda interna creció a una tasa anual media del 4,7%, con incrementos del consumo, la inversión en bienes de equipo y la inversión en construcción del 4,2%, 5,5% y

6,7%, respectivamente. Frente a esta expansión del gasto, la oferta también avanzó significativamente, pero a un ritmo menor: la producción se expandió a una tasa anual media del 3,8%, impulsada por una intensa creación de empleo sustentada en el dinamismo de la inmigración y el aumento de la tasa de actividad de la población nacional femenina. Por el contrario, en ese período se produjeron escasos avances en la productividad.

Este desequilibrio entre los crecimientos del gasto y la producción generó, por una parte, un endeudamiento exterior creciente y, por otra, una presión sobre los precios que contribuyó a mantener un diferencial de inflación positivo con respecto a los otros países de la zona del euro y, por tanto, una apreciación del tipo de cambio real y una pérdida de competitividad de los productos españoles.

... impulsada por un aumento del gasto que requirió un endeudamiento creciente de familias y empresas...

Al contrario que en otras etapas expansivas anteriores, el recurso a la financiación no estuvo protagonizado por el sector público, que redujo su deuda a lo largo de todo el período. Fueron las familias y las empresas españolas las que incrementaron muy rápidamente sus tasas de endeudamiento, aprovechando las facilidades existentes para acceder al crédito en un contexto marcado por la existencia de primas de riesgo muy reducidas y unas condiciones monetarias holgadas, con unos tipos de interés nominales —y, seguramente, reales también— por debajo de lo que habrían requerido las condiciones de demanda en España<sup>1</sup>.

A su vez, la expansión trajo consigo un fuerte crecimiento de la tasa de empleo, que mejoró las expectativas de crecimiento de la renta bruta disponible y, por tanto, impulsó adicionalmente la demanda de crédito. Esta se vio igualmente propiciada por el creciente dinamismo del mercado inmobiliario y el elevado aumento de los precios de la vivienda.

Como resultado, la economía española, que en su conjunto prácticamente no precisaba de financiación exterior en 1996 (las operaciones financieras netas con el resto del mundo presentaban de hecho un superávit del 0,8% del PIB al final del año), en 2007 tenía unas necesidades de financiación que llegaban al 9,7% del PIB (un 11,1% para las sociedades no financieras y un 2,7% para las familias), a pesar de que las Administraciones Públicas aportaron una capacidad de financiación del 2,2% del PIB. En 2008, la necesidad total de recursos exteriores se situó en el 9,1% del PIB.

... que no era compatible con sendas «realistas» del coste de la financiación y del crecimiento económico

La tasa de avance del endeudamiento de las familias y de las empresas españolas resultaba excesiva, incluso en un contexto tan favorable para el mismo como el descrito. Tanto desde una perspectiva individual como desde una óptica agregada, el aumento de las deudas resulta justificado si el crecimiento futuro de los ingresos permite hacer frente a su pago sin que sea necesario llevar a cabo ajustes posteriores en la senda planeada de gasto. A este respecto, los resultados disponibles a partir de las simulaciones de distintas versiones de modelos de sustitución intertemporal del consumo especialmente diseñados para identificar los determinantes del endeudamiento sugieren que, para cumplir dicha condición, el incremento de los pasivos observado durante el período 1995-2005 requeriría que la renta per cápita española creciera a tasas superiores al 2% durante los próximos diez años<sup>2</sup>. La simple extrapolación de los tipos de interés y las tasas de crecimiento de la renta observados durante la última década llevaría a un aumento de la tasa de endeudamiento de la economía española (la ratio de deuda externa sobre el PIB) unos 8 pp por debajo de lo efectivamente registrado<sup>3</sup>.

1. Véase J. Andrés, S. Hurtado, E. Ortega y C. Thomas, *Spain in the Euro: a General Equilibrium Analysis*, Documento de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación. 2. Véase *Informe Anual, 2006*, recuadro 2.2. 3. Véase Á. Estrada, J. F. Jimeno y J. L. Malo de Molina (2009), *La economía española en la UEM: los diez primeros años*, Documentos Ocasionales, n.º 0901, Banco de España.

La laxitud de las condiciones financieras propició también una excesiva concentración de recursos productivos en el sector inmobiliario...

El sector inmobiliario, por su propia naturaleza, es particularmente sensible a las condiciones financieras. La construcción de viviendas conlleva un proceso de producción largo y se suele realizar mediante promociones inmobiliarias que engloban un número elevado de unidades, por lo que esta actividad está muy condicionada por la disponibilidad de financiación. Por otra parte, la forma habitual de acceso a la vivienda, tratándose de un bien duradero que tiene un elevado peso en el presupuesto familiar, es mediante la constitución de un préstamo hipotecario. Esto hace que cambios en las condiciones de acceso al crédito afecten directamente tanto a la oferta (promotores, constructores) como a la demanda (familias, mayoritariamente) del mercado inmobiliario, produciendo variaciones considerables en el número de transacciones y en los precios.

Así, la mayor parte de las nuevas deudas de las familias estuvo dirigida a la compra de viviendas, de la misma manera que una parte significativa del crédito a sociedades se destinó a la promoción inmobiliaria. El número de transacciones inmobiliarias creció exponencialmente (llegando a alcanzar 955.000 en 2006), al tiempo que la construcción de nuevas viviendas se incrementó sustancialmente, de manera que el parque de viviendas aumentó a una tasa anual media del 2,7% entre 1995 y 2007 (de 18,3 a 25,1 millones), auspiciada también por la evolución alcista de los precios y por las expectativas de revalorización. Entre 1990-1998 y 1999-2007, la inversión residencial aumentó en casi 2 pp su peso en el PIB, del 5% al 6,8%, mientras que en Estados Unidos pasó del 4,4% al 4,8% y en el conjunto del área del euro se mantuvo constante alrededor del 5,5%. El aumento del peso del sector de la construcción también fue especialmente notorio en lo que se refiere al empleo: en 2007 este sector representaba un 13,2% del empleo total, 2,7 pp por encima del registrado en 1999. En Estados Unidos este porcentaje pasó del 7,1% al 8% durante ese mismo período. Hay que señalar, no obstante, que en nuestro país operaron factores idiosincrásicos como la dinámica demográfica, el atractivo como destino turístico o una mayor necesidad de mejorar nuestra dotación de infraestructuras, como corresponde a una economía en proceso de convergencia.

... y un rápido crecimiento del precio de la vivienda, que tampoco era sostenible

El dinamismo de la actividad vino acompañado de un rápido incremento del precio de la vivienda, que pasó de una tasa media del 1% entre 1995 y 1997 a otra del 18% entre 2003 y 2004. En media, entre 1995 y 2007 se registró un avance de un 10% anual. Como resultado, la ratio entre el precio de la vivienda y la renta bruta por hogar casi se duplicó en dicho período, pasando de 3,8 a 7. Tan pronto como en 2003, algunos estudios alertaban ya de que este crecimiento de los precios de los activos inmobiliarios resultaba excesivo. Por ejemplo, Ayuso y Restoy (2003) apuntaban que la sobrevaloración del precio de la vivienda podría situarse, a finales de 2002, entre un 20% y un 30%. Estimaciones más recientes procedentes de modelos macroeconómicos estilizados amplían algo dicho rango, reduciendo su límite inferior e incrementando el superior<sup>4</sup>.

Asimismo, el peso de los activos inmobiliarios en la riqueza de las familias alcanzó niveles muy elevados

La fuerte inversión en vivienda y el prolongado e intenso crecimiento de los precios inmobiliarios provocaron igualmente que la riqueza inmobiliaria aumentara significativamente. Según datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), en solo tres años, de 2002 a 2005, creció a una tasa media anual del 18%, en términos reales. De esos 18 puntos, alrededor de 15 fueron consecuencia del incremento del precio de la vivienda; y el resto, de la acumulación de nuevas propiedades inmobiliarias. Alrededor del 40% de las familias que tenían propiedades inmobiliarias en 2002 vio incrementado el valor de las mismas en más de un 75%, en

4. Véanse J. Ayuso y F. Restoy (2003), *House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach*, Documentos de Trabajo, n.º 0304, Banco de España; FMI (2008), *Economic Outlook*, abril, y Á. Estrada, J. F. Jimeno y J. L. Malo de Molina (2009), *La economía española en la UEM: los diez primeros años*, Documentos Ocasionales, n.º 0901, Banco de España.

términos reales. Un 23% de las familias que no tenían propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal en 2002 pasó a tenerlas en 2005, con lo que el porcentaje de hogares con otras propiedades inmobiliarias, aparte de la vivienda principal, pasó del 30,1% al 34,5%, al tiempo que el de los propietarios de vivienda principal se mantuvo aproximadamente estable (un 81,9% en 2002 y un 81,3% en 2005)<sup>5</sup>. En 2002, un 61% de las familias que tenían una segunda vivienda hacía uso vacacional (o de otro tipo) de la misma. Dicho porcentaje había disminuido al 55,9% en 2005, lo que sugiere que una parte significativa de las transacciones inmobiliarias realizadas durante dicho período no estuvo motivada por la explotación directa de la vivienda como bien de consumo duradero.

En definitiva, el peso de la riqueza inmobiliaria sobre la riqueza total de los hogares españoles aumentó del 78,7% al 80% entre 2002 y 2005. Según estimaciones basadas en datos agregados, esta ratio podría haber aumentado aún más (unos 3 pp) durante los últimos tres años. En cualquier caso, la concentración de riqueza en activos inmobiliarios de los hogares españoles resulta elevada en comparación con otros países. Tomando como referencia aquellos en los que existen datos de naturaleza comparable a los de la EFF, se observa que en Italia dicha ratio es de alrededor del 75% y que en Estados Unidos pasó del 36,7% al 43,4% entre 2001 y 2004<sup>6</sup>.

Los mecanismos para reconducir estos desequilibrios fueron insuficientes...

Los esfuerzos para contener y reconducir estos desequilibrios no fueron lo suficientemente intensos como para impedir que se acumularan en demasía. Por una parte, los tipos de interés, fijados por la política monetaria a partir de las necesidades del conjunto del área del euro, resultaron más bajos de lo que la economía española, por su inflación y por la intensidad del crecimiento del gasto, hubiera necesitado. Por otra parte, la política fiscal, aunque permitió que se alcanzaran superávits que condujeron a una rápida reducción de la deuda, no compensó suficientemente el incremento del endeudamiento del sector privado ni se anticiparon en su totalidad las consecuencias que el ajuste de la economía podría tener sobre los presupuestos públicos. Por otra parte, desde una perspectiva de medio y largo plazo, la posición de las finanzas públicas, una vez tenidos en cuenta los gastos derivados del envejecimiento de la población que empezarán a hacerse más evidentes dentro de una década, no resultaba confortable. La regulación del suelo y de las políticas de promoción inmobiliaria y la insuficiente corrección del favorable tratamiento fiscal de la vivienda en propiedad tampoco ayudaron a corregir la elevada acumulación de recursos productivos en el sector de la construcción y de riqueza en activos inmobiliarios. Finalmente, las medidas encaminadas a potenciar aumentos de la productividad y una mayor movilidad del trabajo que hiciera menos costosa una necesaria reasignación del empleo desde el sector de la construcción hacia otros sectores se adoptaron tardíamente, cuando la maduración del ciclo se encontraba muy avanzada.

... y el ajuste se está produciendo por una intensa caída de la actividad...

La reconducción de las tasas de endeudamiento de las familias y de las sociedades no financieras y el ajuste inmobiliario se están produciendo mediante una intensa disminución de la demanda, que se está traduciendo en una mejora rápida del diferencial de inflación con respecto a la zona del euro y del déficit exterior y en una intensa destrucción de empleo, particularmente en el sector de la construcción. Esta forma de reabsorción rápida de los desequilibrios no debe interpretarse, sin embargo, como una corrección duradera de los mismos, que solo se alcanzará cuando se consiga consolidar una posición competitiva que facilite una mayor aportación del sector exterior al crecimiento del PIB en condiciones cíclicas normales y que permita la creación de empleo en otros sectores que absorban el excedente de mano de obra que se acumuló en las actividades inmobiliarias. De no ser así, la economía española se

5. Véase O. 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*, Documentos Ocasionales, n.º 0810, Banco de España. 6. Véase O. Bover, C. Martínez-Carrascal y P. Velilla (2005), «La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

vería abocada a simplemente sustituir el déficit exterior por un desequilibrio interno caracterizado por una tasa de paro demasiado elevada y un nivel de PIB inferior al potencial.

... por lo que los retos que la corrección de los desequilibrios plantea siguen estando presentes

Los ajustes que tiene que realizar la economía española para adquirir unas bases más equilibradas y reanudar un crecimiento sostenible en el marco de los requisitos de estabilidad del área del euro siguen, pues, siendo necesarios. La pertenencia a la Unión Monetaria suministra un importante factor de protección, sin el cual todos los ajustes habrían sido más profundos y dolorosos, pero dentro de la misma la evolución de la tasa de crecimiento de la productividad y la respuesta de los costes de producción a las condiciones existentes en los mercados son factores decisivos para alcanzar y mantener una posición competitiva. Por consiguiente, la intensidad del ajuste depende básicamente de la capacidad para revertir las pérdidas de competitividad a través del crecimiento de la productividad, de la moderación de los márgenes empresariales y de los costes laborales, y de la flexibilidad del mercado de trabajo para poder absorber la reasignación sectorial del empleo.

Pero la mejora de la productividad y la contención de márgenes y costes comportan dificultades de envergadura. Por lo que respecta a la productividad, las medidas para incrementar de forma permanente su tasa de crecimiento necesitan, para desplegar toda su eficacia, un largo período de tiempo. Por lo que se refiere a la contención de costes y márgenes, resultará difícil que se produzcan avances significativos mientras no se aborden de manera más enérgica los problemas estructurales en el funcionamiento de algunos mercados, derivados de una regulación que no favorece suficientemente la competencia y la flexibilidad.

En lo referente al ajuste inmobiliario, los procesos de sobredimensionamiento de un sector son siempre costosos de reconducir, porque requieren una reasignación de recursos productivos. En este caso, dado el uso intensivo del factor trabajo en la producción de inmuebles, los costes del ajuste dependerán también de manera crucial de la capacidad del mercado laboral para acomodar de manera suficientemente flexible ese proceso de reasignación y evitar así un crecimiento excesivo y duradero de la tasa de paro.

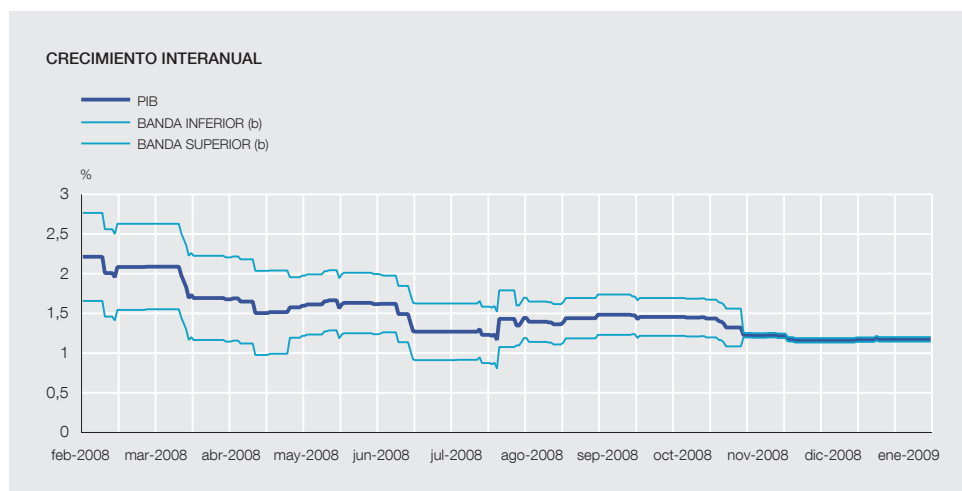
## **2 Las consecuencias de la crisis financiera**

Durante la primera fase de la crisis financiera internacional, la desaceleración económica fue moderada...

La crisis financiera y económica internacional, sin embargo, sí ha trastocado sustancialmente el escenario en el que tendrán que llevarse a cabo los ajustes que requiere la economía española.

Durante la segunda mitad de 2007 y la primera de 2008, la sólida situación del sistema financiero español y la rápida respuesta del Eurosistema ante las tensiones de liquidez permitieron amortiguar los efectos del primer embate de la crisis, de manera que la senda de desaceleración que venía registrando la actividad económica en nuestro país no se agudizó de una manera significativa. La tasa media de crecimiento del PIB en los cuatro trimestres posteriores a mediados de 2007 fue 1 pp inferior a la del promedio de 1999-2007 (2,8%, frente al 3,8%), mientras que en los casos del consumo de los hogares y de la formación bruta de capital fijo dicho diferencial alcanzó 1,8 pp y 3,6 pp, respectivamente. Solo en el sector de la construcción, donde la desaceleración se había iniciado ya en el último trimestre de 2006, el diferencial de crecimiento entre ambos períodos fue especialmente acusado (casi 6 pp). El gráfico 2.1, que muestra las estimaciones de la tasa interanual de crecimiento del PIB que ha venido proporcionando un modelo de previsión en tiempo real de la economía española a lo largo de 2008, ilustra que los indicadores coyunturales no comenzaron a anticipar hasta finales de marzo la fuerte desaceleración que acabó teniendo lugar, y ya con mayor claridad a partir de finales de junio<sup>7</sup>.

7. Este modelo de predicción en tiempo real de la economía española está diseñado de forma similar al EUROSTING. Véase M. Camacho y G. Pérez-Quirós, *Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of Euro Area Growth*, Documentos de Trabajo, n.º 0807, Banco de España.



FUENTE: Banco de España.

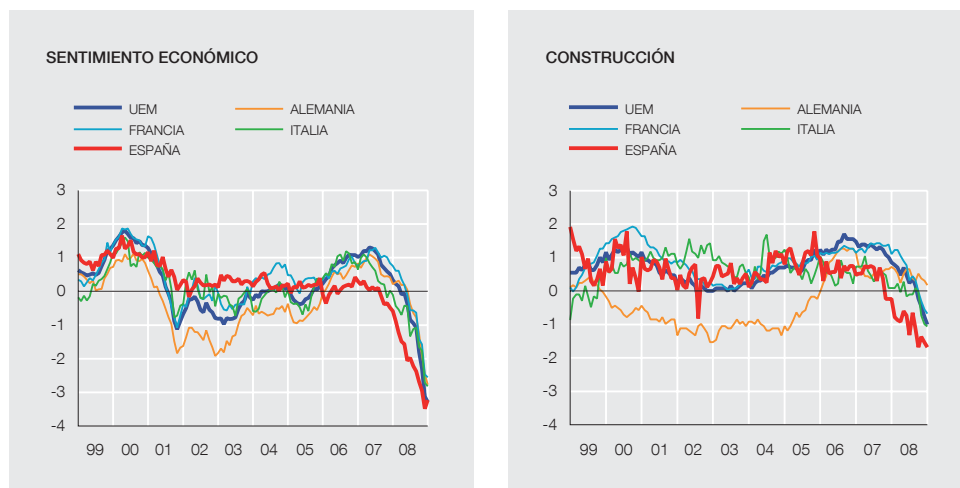
- a. PIB en términos reales.
- b. Bandas de confianza al 95%.

Por otro lado, para valorar adecuadamente la desaceleración observada hasta mediados de 2008, es necesario tener en cuenta que, al margen del inicio de la crisis financiera, los tipos de interés habían mantenido una trayectoria alcista desde finales de 2005, aunque se mantenían aún en niveles moderados. También es relevante recordar el fuerte incremento del precio del petróleo y de las materias primas, que solo se revirtió a partir del tercer trimestre de 2008, si bien el efecto de estos aumentos sobre la actividad en las economías occidentales fue, en general, menor que en episodios anteriores de fuertes subidas<sup>8</sup>. En definitiva, la desaceleración observada hasta mediados de 2008 no parecía apartarse de un patrón de relativo gradualismo.

... pero su agudización ha puesto en marcha mecanismos de amplificación...

A partir de septiembre de 2008, la crisis financiera internacional se recrudeció y se extendieron los graves problemas de solvencia de las entidades financieras internacionales, que en meses anteriores parecían haberse concentrado, con excepciones puntuales, en la banca de inversión estadounidense y en bancos comerciales excesivamente orientados a fórmulas de titulización muy complejas y a través de vehículos especiales. La quiebra de Lehman Brothers y el episodio de AIG generaron un grave deterioro en la situación de incertidumbre y de crisis de confianza. Como muestra el gráfico 1.1, las cotizaciones bursátiles retrocedieron bruscamente y su volatilidad aumentó de manera sustancial, superándose de manera holgada los registros alcanzados hasta ese momento. Las primas de riesgo de los bonos corporativos experimentaron también fuertes crecimientos, y la información procedente de las diferentes encuestas disponibles muestra que las condiciones crediticias se endurecieron adicionalmente. En este contexto de turbulencias en los mercados de capitales, se produjo un incremento generalizado de los costes de la intermediación financiera que tiene por sí mismo un efecto negativo sobre la actividad, similar a los que se derivarían de un descenso de la productividad, ya que, al aumentar el coste de uso del capital, se reduce la inversión productiva.

8. Véase A. Nákov (2008), «Una modelización de equilibrio general de las fluctuaciones del precio del petróleo», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.



FUENTE: Comisión Europea.

a. Datos normalizados.

... y ha producido una pérdida percibida de riqueza...

Una de las principales consecuencias de estos acontecimientos extraordinarios ha sido la pérdida de riqueza. Por un lado, los precios de los activos financieros han caído considerablemente. Por otra, el endurecimiento de las condiciones crediticias ha presionado adicionalmente a favor de una corrección más rápida de los precios de los activos inmobiliarios, que, en condiciones normales, solían mostrar pautas de ajuste relativamente lentas.

Los efectos de esta caída de la riqueza sobre la actividad se ven amplificados en situaciones como la actual, en la que la incertidumbre dificulta la valoración de activos y se extiende la desconfianza sobre la solvencia de los agentes. Estas condiciones llevan a las familias a incrementar su ahorro por motivo de precaución, y a las empresas, a preservar su capital circulante y a posponer proyectos de nueva inversión. Y, a su vez, la reducción del valor del colateral que unas y otras pueden ofrecer para la obtención de créditos con los que financiar sus decisiones lleva a las entidades a exigir mayores garantías a cambio de la asunción de riesgos. El gasto, por tanto, se ve adicionalmente constreñido y las condiciones financieras se convierten, de este modo, en un mecanismo amplificador de la perturbación original que causó la caída inicial en la riqueza. Este fenómeno es el que se conoce como «acelerador financiero» en la literatura sobre la propagación de las fluctuaciones económicas. De hecho, según la evidencia empírica disponible en este campo, las perturbaciones de origen financiero y el mecanismo de aceleración financiera descrito anteriormente explican una parte importante de las fluctuaciones pasadas del PIB, la inflación, el consumo y la inversión, tanto en el área del euro como en Estados Unidos. En particular, ha desempeñado un papel especialmente importante en la amplificación de las perturbaciones monetarias, que mueven los precios y la producción en la misma dirección<sup>9</sup>.

... un cambio drástico en las expectativas de familias y empresas...

La crisis ha modificado no solo las expectativas de los agentes sobre las rentabilidades futuras de sus activos financieros e inmobiliarios, sino que también han afectado a sus perspectivas de rentas laborales futuras. El gráfico 2.2 muestra que los indicadores de sentimiento económico han sufrido un retroceso bastante acusado a partir de mediados de 2007, que se intensifica a lo largo de 2008. Esta caída se ha producido de forma similar

9. Véase L. Christiano, R. Motto y M. Rostagno (2008), *Financial Factors in Business Cycles*, manuscrito.



en España y en el conjunto del área del euro. Así, entre junio de 2007 y diciembre de 2008, el indicador de sentimiento económico registra una caída de 35,1 puntos en España (42,1 puntos en la UEM). En el resto de indicadores de confianza, salvo en el relativo al sector de la construcción, la evolución también ha sido muy similar, si bien la confianza de los consumidores cayó algo más en España en dicho período (33 puntos, frente a 28 en el conjunto del área del euro). En el sector de la construcción, donde la evolución del indicador de confianza muestra una evolución más dispar —en particular, por Alemania—, la caída de la confianza también ha sido más elevada en España que en el resto de países. Esta fuerte caída de la confianza refleja unas menores expectativas de crecimiento de la renta disponible de los hogares asociadas al negativo comportamiento del empleo y, quizá, a las posibles repercusiones del propio coste fiscal de la crisis, aunque podría también incluir un componente de sobre-reacción transitoria a la sucesión de noticias negativas derivadas de la crisis financiera internacional.

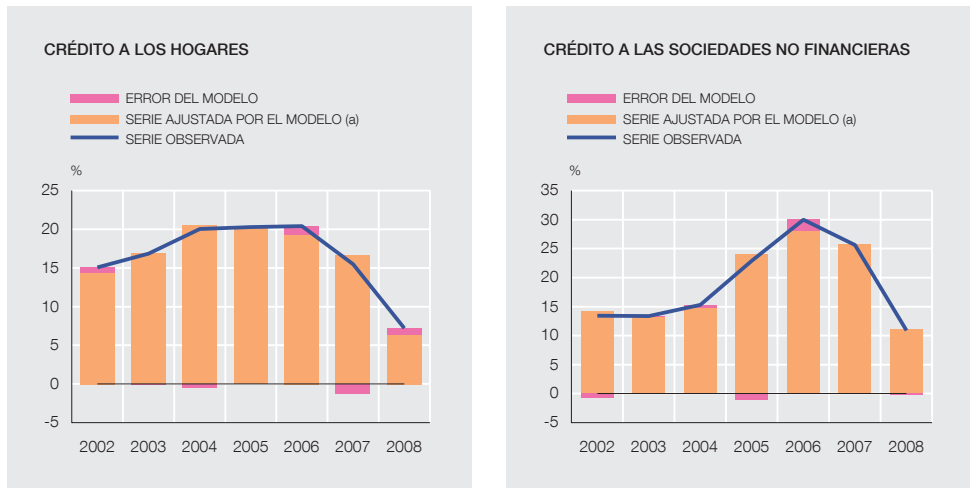
... con efectos importantes sobre la demanda de crédito...

El crédito a los hogares, que estuvo creciendo a tasas superiores al 20% durante los trimestres finales de la expansión, pasó a crecer a una tasa interanual en el entorno del 5% a finales de 2008. La desaceleración fue más acusada incluso en las sociedades no financieras, especialmente en el caso de la construcción y las actividades inmobiliarias. Adicionalmente, el indicador de la financiación bancaria a las empresas, que, además del crédito en balance, tiene en cuenta el volumen de fondos disponible a través de líneas de crédito abiertas, mostraba un dinamismo menor. Las expectativas menos favorables sobre el crecimiento en el medio y largo plazo, las menores perspectivas de revalorización de la riqueza inmobiliaria —principal activo de garantía de las familias y de algunas empresas en el momento de solicitar un préstamo—, el cambio de tendencia de los tipos de interés a finales de 2005 y los propios niveles de endeudamiento alcanzados han propiciado una progresiva modulación de la demanda de crédito de los agentes privados.

... y sobre la oferta, afectada también por otros factores relacionados con la crisis...

Pero este comportamiento del crédito se ha visto afectado también por factores cíclicos de oferta. De este modo, ante el debilitamiento corriente y previsto de la actividad económica, los intermediarios financieros han rebajado sus estimaciones de la capacidad de pago de sus prestatarios y han reevaluado, al alza, los riesgos asociados a los proyectos financiados, lo que se ha traducido en un endurecimiento de sus condiciones crediticias. Sobre este impulso cíclico negativo a la oferta de crédito se han superpuesto, en el contexto actual, otros más directamente vinculados a la crisis financiera, como son una reevaluación generalizada del precio del riesgo, una menor disponibilidad internacional de fondos y las presiones del mercado sobre las ratios de capital de las entidades financieras en un entorno de creciente desconfianza.

El gráfico 2.3 muestra que los determinantes cíclicos fundamentales del comportamiento del crédito (tipos de interés, riqueza, tasa de desempleo y tasa de crecimiento del PIB), que inciden tanto sobre su demanda como sobre su oferta, permiten explicar de una manera razonable la evolución de esta variable a lo largo de 2008. Como muestra el recuadro 2.1, la información procedente de encuestas a entidades financieras, que permite profundizar más en el análisis del papel desempeñado por los distintos factores de demanda y de oferta que subyacen a la evolución observada del crédito, tiende también a confirmar la importancia de estos factores cíclicos. En particular, indica que han sido las expectativas de las entidades financieras sobre la evolución económica, y no tanto posibles problemas de disponibilidad de fondos o de nivel de capitalización, las que explican en mayor medida la contracción de la oferta de crédito a lo largo del pasado ejercicio.



FUENTE: Banco de España.

a. Obtenidas a partir de las ecuaciones presentadas en *The determinants of household credit in Spain* [Nieto (2007)] y en *Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España* [Marqués et ál. (2005)], reestimadas con información hasta el segundo trimestre de 2008.

... conformando un escenario en el que el ajuste del endeudamiento y de la expansión inmobiliaria tiene que hacerse en condiciones especialmente difíciles

La crisis financiera y económica internacional ha limitado drásticamente la posibilidad de que la demanda externa desempeñara un papel compensador de la necesaria contención de la demanda interna, y ha añadido impulsos contractivos adicionales que han intensificado la caída de la actividad y la destrucción de empleo. Estos impulsos negativos adicionales han transcurrido a través de una disminución de la riqueza y de un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito que han deprimido la demanda de consumo y de inversión, sumando severidad a la pérdida de dinamismo de la actividad. Así, en muy pocos meses se ha pasado de un escenario de desaceleración basado en una corrección gradual del gasto y de los precios de la vivienda, que contaba con un cierto margen de apoyo en la política fiscal y en la demanda exterior, a otro caracterizado por un grave deterioro de la confianza de los agentes y un endurecimiento de las condiciones crediticias que lastran de manera más severa las decisiones de gasto; por una recesión global, que limita la capacidad de la demanda exterior para compensar, al menos parcialmente, la menor demanda interna; y por un cambio sustancial en la posición presupuestaria del sector público, como resultado del incremento de los gastos que comporta la crisis y de una modulación de los ingresos públicos proporcionalmente mayor que la del PIB como consecuencia de un retroceso significativo de los impuestos directos e indirectos, en particular de los asociados a la actividad inmobiliaria, que durante el período 1998-2006 habrían supuesto un incremento acumulado de recaudación de en torno a 2 pp del PIB<sup>10</sup>.

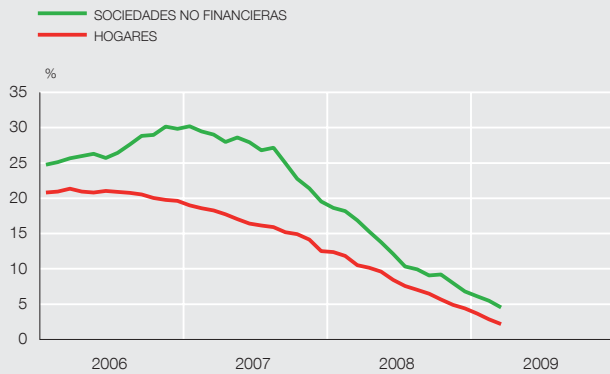
La recesión tiene también efectos sobre la productividad que discurren en ambos sentidos. Por una parte, la destrucción de los puestos de trabajo menos productivos y la reasignación sectorial del empleo tienden a generar incrementos de la productividad en el corto plazo. Por otra parte, no es descartable que, a medio y largo plazo, la crisis económica tenga un impacto negativo porque las empresas y las Administraciones Públicas pueden verse constreñidas a recortar en mayor medida los gastos en I + D que otros gastos corrientes, a la vez que el aumento de las primas de riesgo y el endurecimiento de las condiciones crediticias pueden

10. Véase de F. Castro, Á. Estrada, P. Hernández de Cos y F. Martí (2008), «Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España, pp. 71-81.

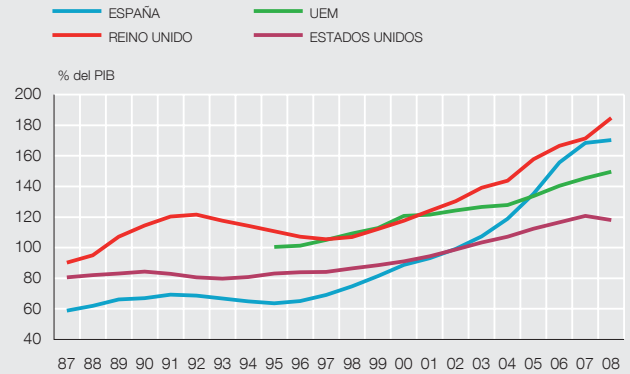
El crédito concedido por las entidades financieras a las familias y empresas ha mostrado una rápida desaceleración durante el pasado ejercicio, manteniéndose así el perfil de moderación que se inició a finales de 2006 (véase gráfico 1). Concretamente, la tasa inter-

anual de crecimiento de la financiación bancaria de los hogares se redujo entre finales de 2007 y diciembre de 2008 en 8 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 4%, mientras que la correspondiente a las sociedades lo hizo en 13 pp, hasta algo menos del 7%.

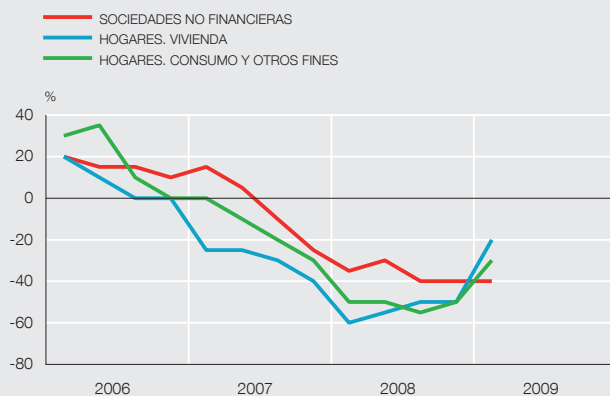
1 CRECIMIENTO DEL CRÉDITO. TASAS INTERANUALES



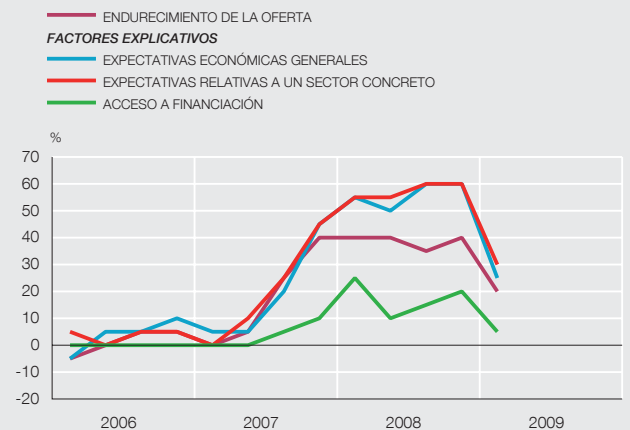
2 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO EN % DEL PIB



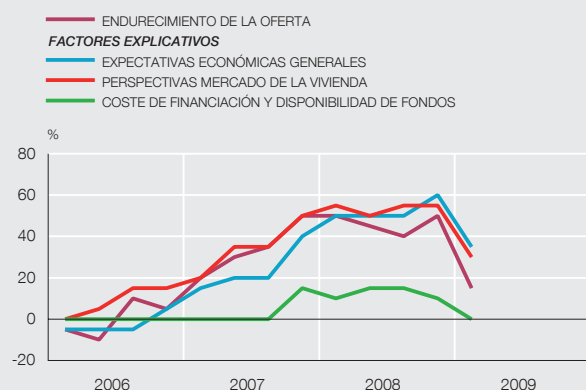
3 VARIACIÓN DE LA DEMANDA DE CRÉDITO (a)



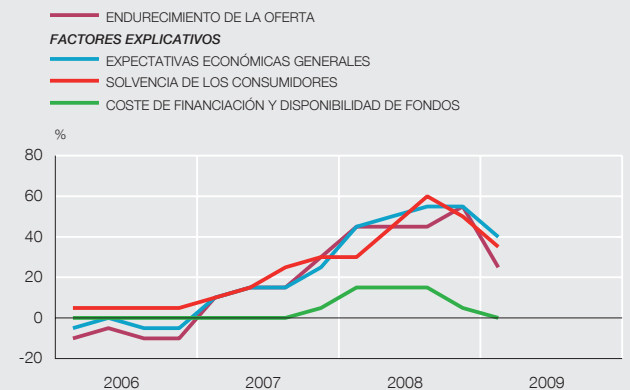
4 ENDURECIMIENTO DE LA OFERTA DE CRÉDITO. SOCIEDADES (b)



5 ENDURECIMIENTO DE LA OFERTA DE CRÉDITO. HOGARES. VIVIENDA (b)



6 ENDURECIMIENTO DE LA OFERTA DE CRÉDITO. HOGARES. CONSUMO Y OTROS FINES (b)



FUENTE: Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan un aumento considerable  $\times$  1 + % de entidades que señalan un cierto aumento  $\times$  1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso  $\times$  1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable  $\times$  1.

b. Indicador = % de entidades que señalan un endurecimiento considerablemente  $\times$  1 + % de entidades que señalan cierto endurecimiento  $\times$  1/2 - % de entidades que señalan cierta relajación  $\times$  1/2 - % de entidades que señalan una relajación considerable  $\times$  1.

El indicador de la financiación bancaria a las empresas que se obtiene sumando a los préstamos en balance el volumen de fondos disponibles a través de líneas de crédito abiertas, que aproxima mejor la evolución oferta de crediticia a este sector, evidenciaba al cierre del pasado ejercicio un ritmo de avance menor (por debajo del 2%)<sup>1</sup>. Durante la parte transcurrida de 2009 se ha prolongado la pauta de menor dinamismo de los recursos ajenos captados por el sector privado.

Para valorar adecuadamente esta evolución, es importante tener en cuenta que el crédito presenta una elevada prociclicidad. En particular, durante el ciclo expansivo tiende a avanzar rápidamente, ya que tanto los demandantes de fondos como los oferentes suelen formar unas expectativas optimistas sobre la generación de rentas futuras de los primeros, mientras que lo contrario sucede en etapas recesivas. Asimismo, unos y otros tienden a ser más laxos en su valoración de los riesgos asociados a esas rentas futuras. Cuando, como en la actualidad, se alcanza la fase bajista del ciclo, esas mismas fuerzas actúan en dirección contraria, de modo que se frena el avance de la financiación bancaria.

Por otra parte, para contextualizar la evolución más reciente del crédito resulta relevante recordar su notable dinamismo entre 1996 y 2005, período en el que la ratio crédito-PIB, que partía en 1995 de un valor reducido en comparación con otras economías de nuestro entorno, rebasó los niveles medios del área del euro, aunque sin alcanzar los registros de economías como la del Reino Unido (véase gráfico 2). Las elevadas tasas de crecimiento de los préstamos durante esta etapa deben entenderse como una fase transitoria de adaptación de la economía española a un nuevo entorno de mayor estabilidad macroeconómica y de unos tipos de interés reducidos como consecuencia de la pertenencia de España a la UEM, aunque también contribuyeron a ello las holgadas condiciones de financiación en los mercados financieros internacionales durante esta época. Posteriormente, el ascenso progresivo del coste de la deuda del sector privado tras el cambio de tono de la política monetaria iniciado a finales de 2005 y las menores expectativas de revalorización de la vivienda habrían tendido a reducir la demanda de financiación ajena por parte del sector privado, iniciándose un período de menor vigor en esta variable. Más recientemente, la situación cíclica de la economía española y la crisis financiera internacional han acentuado el perfil de desaceleración del crédito, afectando tanto a la oferta como a la demanda de fondos.

Para formular un correcto diagnóstico de los factores que subyacen a la evolución más reciente del crédito, resulta relevante distinguir entre los elementos de oferta y los de demanda, ejercicio que se enfrenta a una gran complejidad. Una herramienta útil para este fin es la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), que se realiza coordinadamente con el resto de países de la UEM, en la que se pregunta trimestralmente a las entidades participantes (10 en el caso de España) directamente sobre los cambios en la demanda y la oferta de financiación durante el período de referencia y sobre los factores ex-

plicativos de esta evolución<sup>2</sup>. Aunque las respuestas al cuestionario son cualitativas, pueden resultar muy útiles para identificar algunas tendencias.

De acuerdo con los resultados de las EPB realizadas en 2008, se confirma que la intensa desaceleración de los préstamos a las familias y a las empresas durante el pasado ejercicio se explicaría tanto por factores de demanda como de oferta (véanse gráficos 3 a 6). El menor dinamismo de la demanda de financiación estaría ligado tanto a las menores expectativas de crecimiento de las rentas, a raíz del cambio del ciclo económico, como a cambios en las perspectivas de revalorización de algunos activos (como, en particular, los inmobiliarios, cuyo precio se redujo un 3,2% en 2008, de acuerdo con la estadística del Ministerio de Vivienda). Asimismo, al aumento en el coste de financiación durante una buena parte del año habría contribuido a frenar las peticiones de fondos.

Por su parte, de acuerdo con la EPB, el endurecimiento de los criterios utilizados por las entidades para aprobar nuevos préstamos se debió principalmente al deterioro progresivo de las expectativas de las entidades sobre la evolución económica en general y sobre el mercado de la vivienda en particular, así como a la menor solvencia de los prestatarios percibida por las entidades (véase gráficos 4 a 6). En este sentido, debe recordarse que la ratio de morosidad de los otros sectores residentes (que incluye, además de los hogares y las sociedades, instituciones financieras distintas de las del sistema) aumentó del 0,9% en 2007 al 3,4% a finales de 2008.

Los problemas de acceso de las entidades de crédito a los mercados mayoristas internacionales, donde estas venían acudiendo para financiar una parte del crecimiento de sus activos, y su elevado coste habrían contribuido también a reducir la oferta de préstamos, aunque en menor medida que los factores anteriores, de acuerdo con la EPB. También habría sido comparativamente menor el peso relativo de factores relacionados con los niveles de capitalización de las entidades.

La EPB más reciente, de abril de 2009, evidencia que durante el primer trimestre de este año se habría empezado a frenar tanto el ritmo de endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos como el de reducción de las peticiones de fondos, aunque tanto la oferta como la demanda de crédito habrían continuado descendiendo. De acuerdo con las expectativas de las entidades, estas mismas tendencias se prolongarían durante los tres meses siguientes.

En definitiva, los resultados de la EPB apuntan a que los elementos ligados con el deterioro de las perspectivas macroeconómicas han desempeñado un papel importante en el descenso tanto de la oferta como de la demanda de financiación bancaria durante 2008. El contexto de crisis financiera internacional y el elevado endeudamiento del sector privado han contribuido, sin duda, a que el ajuste de ambas variables al cambio del ciclo económico esté siendo intenso.

1. Para más detalles, véase recuadro 6 del «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, enero 2009, Banco de España.

2. Para más detalles sobre el contenido de esta Encuesta, pueden consultarse J. Martínez y L. Á. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España; y para los datos más recientes, J. Martínez (2009), «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril 2009», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

frenar los proyectos de inversión potencialmente más beneficiosos para el crecimiento de la productividad, que son los que, en general, llevan asociado más riesgo.

### **3 Mecanismos de transmisión de la crisis: el impacto sobre el consumo y el empleo**

La aceleración del ajuste del mercado inmobiliario...

El ajuste inmobiliario, que se inició a mediados de 2006, se ha acelerado a lo largo de 2008. El número de viviendas iniciadas, que alcanzó un máximo de 760.000 en 2006, disminuyó a 360.000, siendo la vivienda libre la que explica casi en su totalidad tal disminución. Por lo que se refiere a las transacciones realizadas, pasaron de 955.000 en 2006 a 565.000 en 2008. Como resultado, la inversión en vivienda ha pasado del 9,4% del PIB en 2006 al 7,2% en el último trimestre de 2008, mientras que la inversión total en construcción disminuyó en una magnitud similar (2,4 pp), disminuyendo del 18% del PIB en 2006 al 15,6% del PIB<sup>11</sup>.

Igualmente, los precios de la vivienda han entrado en una fase de corrección de las fuertes alzas acumuladas anteriormente: el índice de precios que elabora el Ministerio de Vivienda registra una reducción interanual del 3,2% para la vivienda libre a finales de 2008. Por su parte, la nueva estadística del INE, que ofrece una estimación más afinada de la evolución de estos precios, cifró dicha contracción en un 5,4%. Es importante señalar, además, que ambas fuentes estadísticas tienden a registrar los cambios en los precios con un cierto retraso. En el caso de la elaborada por el INE, que descansa sobre la información que proporciona la escrituración de las transacciones, la evolución de los precios de las viviendas de segunda mano es probable que refleje los cambios con mayor prontitud, al mediar en este caso un intervalo menor entre el momento de la compraventa y el de la firma de la correspondiente escritura. A finales de 2008 el retroceso interanual de los precios de los inmuebles de segunda mano fue, según esta fuente, de un 10,7%.

... ha afectado negativamente a la riqueza de los hogares

La riqueza de los hogares abarca, por un lado, el valor de los activos financieros e inmobiliarios acumulados en cada momento del tiempo. A mediados de 2007, antes de que se desencadenaran los primeros episodios de la crisis internacional, los ratios de los activos inmobiliarios, de los activos financieros y de las deudas con respecto a la renta bruta disponible de las familias españolas eran el 8,45, el 2,90 y el 1,38, respectivamente, lo que componía una riqueza financiera e inmobiliaria (neta de deudas) de 9,96 veces dicha renta. Solo un año después, en el tercer trimestre de 2008, dichas ratios habían disminuido a 8,17, (riqueza inmobiliaria), 2,45 (riqueza financiera), 1,37 (deudas) y 9,3 (riqueza total neta de deudas).

No obstante, en lo relativo al valor de la riqueza inmobiliaria, las estimaciones señaladas se basan en las estadísticas disponibles sobre el mercado inmobiliario, con las cuales resulta complicado estimar con precisión su disminución durante 2008 y es probable que los indicadores habitualmente utilizados la estén subestimando. En primer lugar, el parque de viviendas en propiedad de las familias puede estar creciendo menos de lo que indicaría la información disponible sobre viviendas iniciadas. De mantenerse la relación histórica observada entre ambas variables, durante 2008 el parque de viviendas se habría incrementado en un 3% aproximadamente, reflejando el elevado número de viviendas iniciadas en 2006, pero es probable que, en un escenario marcado por la baja actividad del mercado inmobiliario, el proceso de producción de las viviendas se haya alargado, elevando el porcentaje de las iniciadas que todavía no han pasado a ser propiedad de los hogares. Tomando como referencia la disminución en el número de transacciones inmobiliarias (que fue de prácticamente un 33%), el efecto cantidad podría haber impulsado al alza la riqueza inmobiliaria de las familias en un 2%. En segundo lugar, como se apuntaba anteriormente, los índices generales del precio de la vivienda, por la forma en que están contruidos, y dadas las condiciones actuales de baja actividad en el mercado de la vivienda, recogen su evolución real con un cierto desfase temporal. En

11. Estas ratios en términos del PIB son a precios corrientes.

este contexto, la caída del precio de la vivienda usada podría resultar más representativa de la pérdida de valor de los activos inmobiliarios en propiedad de las familias. Así, tomando la disminución de dicho precio en un 10,7%, según el INE, la pérdida estimada de riqueza inmobiliaria registrada a lo largo de 2008 sería de un 8,7%. Por lo que respecta a la riqueza financiera, que plantea menos problemas de estimación, la disminución correspondiente sería del 12,1%, reflejando, sobre todo, la caída del valor de los activos bursátiles.

Por otro lado, la riqueza también comprende el valor actual esperado de los flujos de renta que las familias esperan tener en el futuro, lo que se conoce como «riqueza humana». Por tanto, variaciones de las expectativas sobre dichos flujos tienen un impacto directo sobre la riqueza total de los hogares, tanto mayor cuanto más reducidas sean las tasas de descuento temporal de esos flujos futuros y más extenso sea el ciclo vital de referencia para la toma de decisiones de ahorro.

La disminución de la riqueza inmobiliaria se transmite al consumo a través de varios canales...

Los efectos de las variaciones de la riqueza sobre el consumo dependen de varios factores, tales como el tipo de interés, la aversión al riesgo y el horizonte vital de los individuos, el tipo de riqueza en cuestión y su distribución entre distintos grupos de la población, o el origen de la variación de su valor. Un caso particularmente interesante a este respecto es el de la riqueza inmobiliaria, puesto que los inmuebles son activos que, contrariamente a los financieros, tienen un valor de uso en sí mismos. En consecuencia, una disminución del precio de la vivienda produce, por un lado, una caída de la riqueza de los hogares, pero, por otro, reduce también el coste de los servicios residenciales o de alojamiento que proporciona la vivienda, por lo que el efecto final sobre el consumo no es, en principio, evidente.

Existen, no obstante, otros mecanismos por los que una disminución del precio de la vivienda podría conducir a una contención del consumo. En primer lugar, si una parte del ahorro que realizan las familias por el motivo de precaución se depositara en activos inmobiliarios, una disminución del precio de la vivienda podría llevar a los hogares a tener que compensar la pérdida de capital correspondiente incrementando su ahorro, especialmente en un contexto de elevada incertidumbre como el actual, proclive a que se incremente el ahorro por dicho motivo. Este efecto será tanto mayor cuanto mayor sea el porcentaje de la población que posea activos inmobiliarios. En segundo lugar, el uso frecuente de los activos inmobiliarios como colateral en operaciones de crédito establece un vínculo adicional entre la riqueza inmobiliaria y el gasto de las familias. A este respecto, las características de la deuda asociada a la riqueza inmobiliaria también ejercen una influencia propia, ya que, cuanto mayor sea el porcentaje de créditos hipotecarios concedidos a tipos de interés variable (más de un 90% en el caso español), mayor será el efecto sobre la renta bruta disponible de las familias de las variaciones de los tipos de interés que puedan producirse<sup>12</sup>. Finalmente, puesto que la vivienda es un bien complementario a otros bienes duraderos (muebles, electrodomésticos, etc.), una caída del número de transacciones inmobiliarias, independientemente de cómo se comporten los precios, se transmite al consumo de estos bienes.

... cuya relevancia depende de la distribución de la riqueza

El efecto neto de todos estos canales de transmisión de variaciones del precio de la vivienda sobre el consumo es difícil de estimar, sobre todo, cuando concurren cambios notables en el grado de incertidumbre y en las condiciones crediticias. En el caso español, y de acuerdo con los resultados de la EFF, las familias con mayor riqueza inmobiliaria son aquellas cuyo cabeza de familia tiene entre 45 y 64 años y está, por tanto, en la fase «ahorradora» de su ciclo vital, y, aunque el valor de la riqueza inmobiliaria es creciente con los ni-

12. Véase M. Rubio (2009), *Fixed and Variable-Rate Mortgages, Business Cycles and Monetary Policy*, Documentos de Trabajo, n.º 0903, Banco de España.

veles totales de riqueza y renta como cabría esperar, incluso la población con menores niveles de renta (y, por tanto, mayor propensión marginal al consumo) tiene activos inmobiliarios por un valor elevado (véase gráfico 2.4). Por tanto, se dan, potencialmente al menos, las condiciones para que una variación de la riqueza inmobiliaria pueda tener un cierto impacto sobre el consumo.

Según estimaciones disponibles a partir de datos microeconómicos, la variación en el consumo de las familias españolas inducida por una variación de la riqueza inmobiliaria (la propensión marginal a consumir a partir de la riqueza) es de aproximadamente un 3%, mientras que las variaciones en la riqueza financiera no producen variaciones significativas en el consumo, dado el escaso peso que esta última tiene en la cartera de activos de las familias españolas<sup>13</sup>. No obstante, estos efectos varían considerablemente en función del tipo de hogar. Por ejemplo, para aquellos en los que el cabeza de familia es menor de 35 años o mayor de 74, variaciones de la riqueza inmobiliaria no producen variaciones apreciables del consumo. Sin embargo, para los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 35 y 44 años, las estimaciones disponibles indican que el efecto riqueza es el doble que el estimado para el conjunto de la población. Por otra parte, las estimaciones basadas en modelos macroeconómicos — como, por ejemplo, el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBDE) — tienden a reducir la propensión marginal a consumir a partir de la riqueza inmobiliaria a alrededor del 1,5%, y a elevar ligeramente la correspondiente a la riqueza financiera hasta un 1%.

El efecto riqueza podría haber contribuido a la desaceleración del consumo durante este año

En términos nominales, el consumo creció un 7,2% en 2007 y solo un 3,5% en 2008, es decir, 3,7 pp menos. Tomando las estimaciones mencionadas anteriormente de la disminución de la riqueza registrada durante dicho año (un 8,7% para la riqueza inmobiliaria y un 12,1% para la financiera) y un valor intermedio entre las estimaciones microeconómicas y macroeconómicas disponibles para las propensiones marginales a consumir (un 2,25% para la riqueza inmobiliaria y un 0,5% para la riqueza financiera), la caída del consumo resultante derivada de la pérdida de riqueza podría alcanzar alrededor de 1,8 pp (1,7 pp por la riqueza inmobiliaria y 0,1 pp por la riqueza financiera), lo que podría representar hasta alrededor del 50% de la disminución en la tasa de crecimiento del consumo observada en el último año.

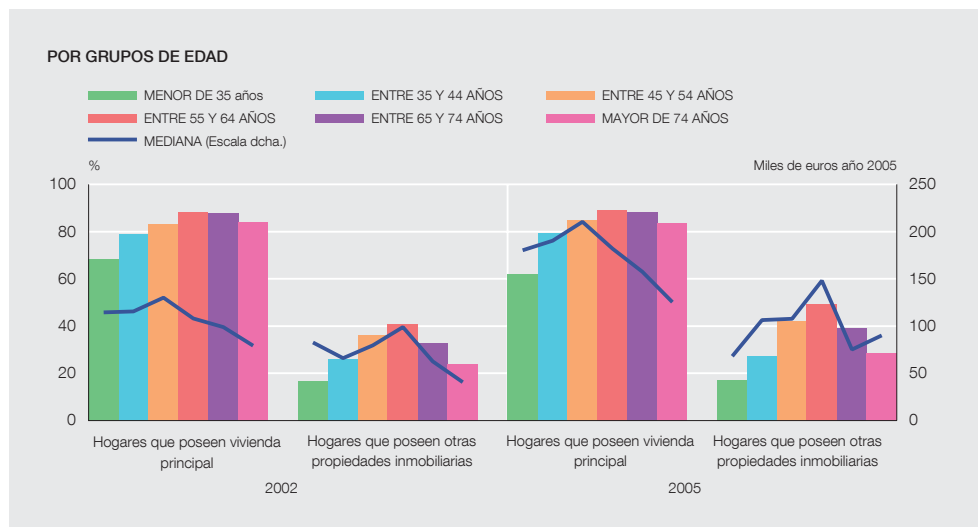
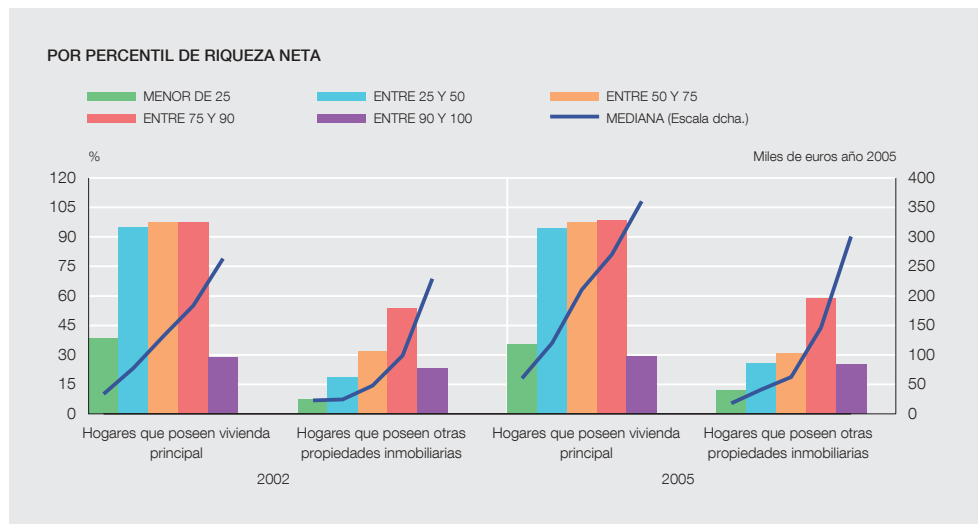
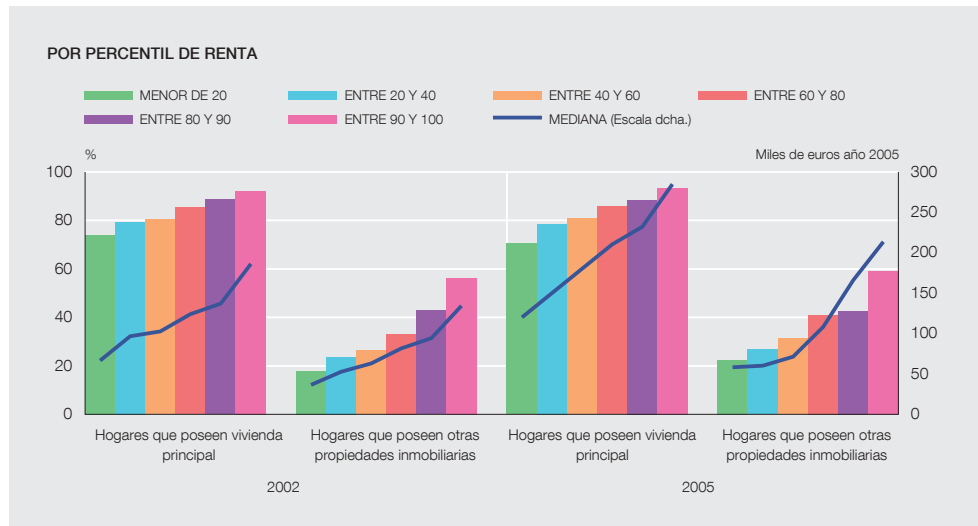
El empleo también ha disminuido, y no solo en el sector de la construcción....

Según la Encuesta de Población Activa (EPA), desde el segundo trimestre de 2007 el número de ocupados ha disminuido a una tasa anual media del 1,7%. La destrucción de empleo ha sido desigual por sectores económicos. Inicialmente, se originó en el sector de la construcción, en el que el empleo disminuyó un 8% entre los segundos trimestres de 2007 y 2008 y un 14,5% en la segunda mitad de 2008, mientras que en la industria el empleo se mantuvo aproximadamente constante en el primer período y disminuyó un 6,5% en el segundo. Por el contrario, el sector servicios ha experimentado un incremento del empleo: del 2,1% desde mediados de 2007 a mediados de 2008 y de un 0,2% desde entonces.

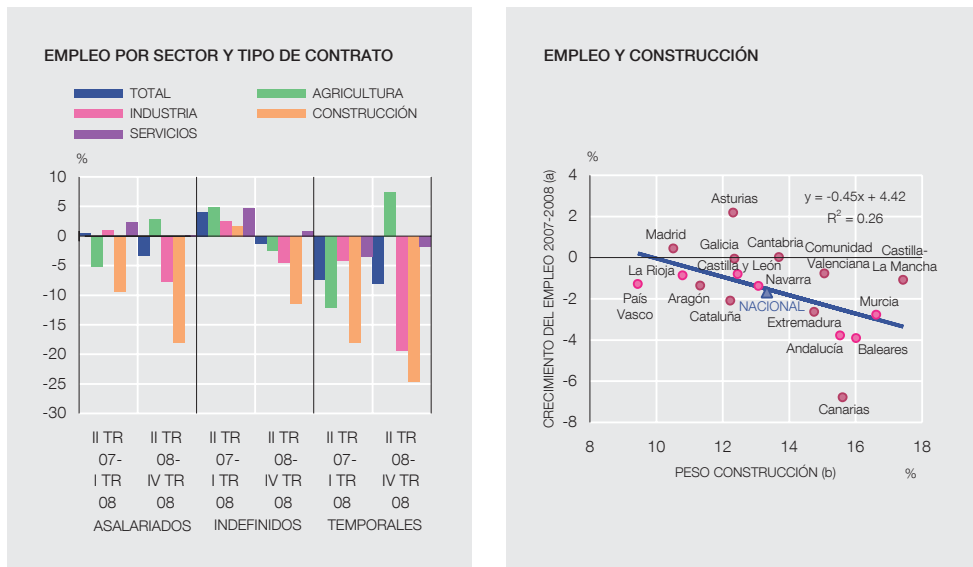
La excesiva concentración de recursos en el sector de la construcción ayuda a entender la intensa destrucción de empleo que ha experimentado la economía española en el último año. Como también se puede observar en el gráfico 2.5, el retroceso del empleo ha sido mayor en aquellas Comunidades Autónomas en las que el sector de la construcción alcanzó un mayor peso en el empleo, de manera que solo este factor explica un 25% de la variabilidad regional en esta variable.

13. Véase O. Bover (2005), *Wealth effects on consumption: microeconomic estimates from the Spanish Survey of Household Finances*, Documentos de Trabajo, n.º 0522, Banco de España. La cifra corresponde a un horizonte temporal largo, suficiente para que las decisiones de gasto se hayan ajustado completamente a las nuevas condiciones.





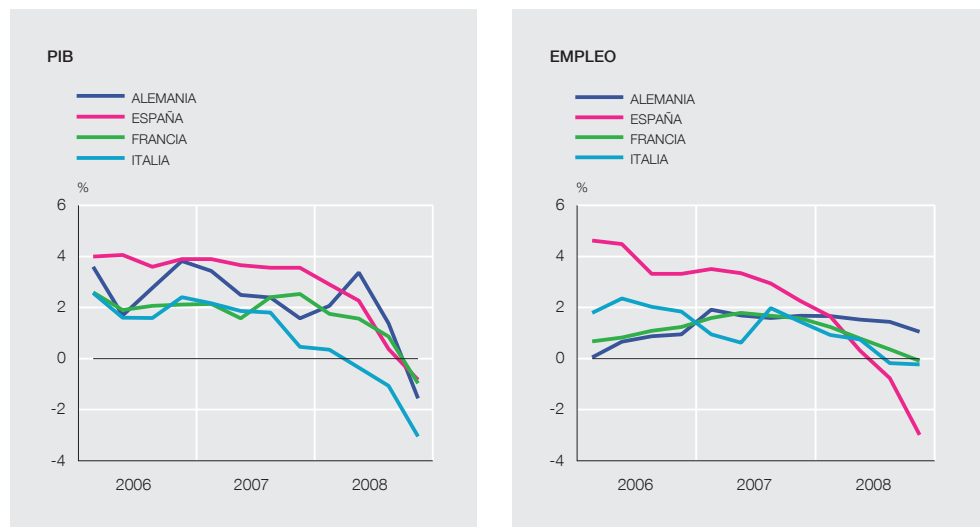
FUENTE: Encuesta Financiera de las Familias.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

- a. El crecimiento del empleo se refiere a la tasa media anual correspondiente al período II TR 2007-IV TR 2008.
- b. El peso del sector construcción se define como el número de empleos en dicho sector en relación con el empleo total.

PIB Y EMPLEO EN LOS CUATRO GRANDES PAÍSES DE LA UEM (a) (b)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a. Tasas de crecimiento interanual de las series trimestrales del PIB y empleo.
- b. Datos sin ajustar de estacionalidad y efecto calendario.

... confirmando, una vez más, su elevada variabilidad cíclica en nuestro país...

La fuerte destrucción de empleo que se está produciendo vuelve a poner de manifiesto una de las características peculiares del comportamiento cíclico de la economía española, como es la elevada variabilidad del empleo. La magnitud de la destrucción neta de empleo en España durante 2008 viene explicada, en parte, por la propia dimensión de la caída en la producción durante el mismo período. Sin embargo, en otros países de la UEM en los que el retroceso del PIB ha sido comparable no se ha observado una contracción tan brusca en el empleo (gráfico 2.6). Mientras que en España durante el período I TR 2006-IV TR 2008 una reducción en la tasa de variación del PIB de 4,4 pp (del 3,5% al -0,8%) ha venido acompañada de una

	Alemania	Francia	Italia	España
VOLATILIDAD (%)				
Empleo (1)	1,0	1,0	1,4	2,3
PIB (2)	1,4	1,2	1,4	1,8
Ratio (1) / (2)	0,8	0,8	1,0	1,3
CORRELACIÓN				
PIB-Empleo	0,5	0,7	0,3	0,8

FUENTE: Banco Central Europeo.

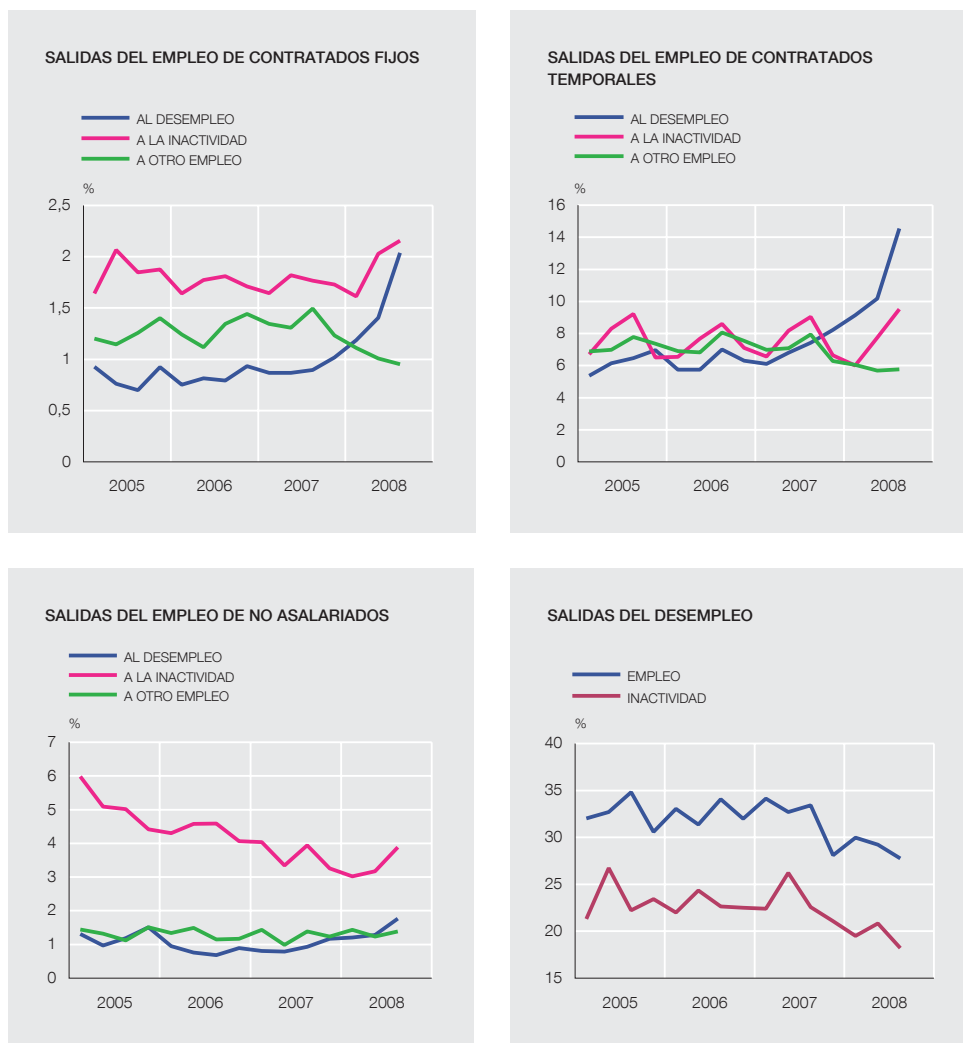
a. Series trimestrales del PIB y del empleo en tasas de crecimiento interanuales.

disminución en el crecimiento del empleo de 5,2 pp, en Italia y Francia un comportamiento muy similar del crecimiento económico (-3,5 pp) ha conllevado una desaceleración del empleo de únicamente 1,7 pp. En Alemania, la actividad económica ha variado menos (-3,1 pp), pero la caída en el crecimiento del empleo (0,6 pp) ha sido proporcionalmente mucho menor: las ratios entre la disminución del crecimiento del empleo y la del PIB han sido en Alemania, Francia y España del 0,2, 0,5 y 1,2, respectivamente.

Esta mayor amplitud relativa de la respuesta del empleo en España no es un fenómeno particular de este episodio de crisis, sino que refleja un patrón histórico. El cuadro 2.1 contiene algunos indicadores cíclicos del PIB y del empleo en los cuatro grandes países de la UEM, para el período I TR 1992-III TR 2008. Como se puede apreciar, la volatilidad del empleo relativa a la del PIB (medida por la ratio de desviaciones estándar) es mucho mayor en España que en el resto de países grandes de la UEM. De hecho, España es el único país de los cuatro donde el empleo fluctúa más que el PIB, mientras que en Alemania y Francia se observa lo contrario y en Italia ambas variables tienen aproximadamente la misma volatilidad. Asimismo, la correlación entre empleo y PIB es también más fuerte en España que en el resto de países. En resumen, durante las dos últimas décadas las mismas fluctuaciones en los incrementos del PIB han provocado en España respuestas del crecimiento del empleo proporcionalmente mayores que en el resto de grandes países de la UEM.

... que se debe a algunas características institucionales del mercado de trabajo

Detrás de esta elevada respuesta del empleo a las condiciones cíclicas se encuentran algunas características institucionales del mercado de trabajo español. En efecto, ante una contracción de demanda, que puede llevar en muchos casos a las empresas a la necesidad de redimensionar sus plantillas, el ajuste efectivo de estas dependerá de varios factores, como la duración percibida de la perturbación, los costes de ajuste de la plantilla, la posibilidad de organizar la producción de forma diferente y la evolución de los costes de producción (entre ellos, los laborales). En España, la estructura y el contenido de los convenios colectivos hacen que a las empresas les resulte difícil ajustar los costes laborales ante una caída de la demanda. Asimismo, la diferenciación en los costes de ajuste generada por la existencia de dos clases de contratos de trabajo — indefinidos y temporales — se traduce en que la contracción del empleo recaiga mayoritariamente sobre los segundos. Como se puede observar en el gráfico 2.7, que muestra los datos de flujos laborales desde el empleo (según tipos de contrato) y desde el desempleo, en la recesión actual se ha producido un aumento significativo en la tasa de salida del empleo hacia el desempleo en el caso de los trabajadores con contrato temporal (del 6% al 14% de los ocupados con este tipo de contrato) muy diferente de lo observado en el caso de los trabajadores con contrato indefinido (cuya tasa de salida ha pasado



FUENTES: Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

del 1% al 2%). Como suele ocurrir también en las fases bajas del ciclo, se han incrementado las tasas de salida desde el empleo hacia la inactividad, y han disminuido las tasas de salida desde el desempleo hacia el empleo y la inactividad.

Para valorar en qué medida estas características institucionales del mercado de trabajo español contribuyen a exacerbar la volatilidad del empleo, en el recuadro 2.2 se realizan algunas simulaciones con un modelo macroeconómico general con un mercado laboral sujeto a varios tipos de fricciones y calibrado para reproducir las características de la economía española. Los resultados muestran que la respuesta del empleo, a corto y a medio plazo, ante fluctuaciones de la demanda es mayor en un mercado de trabajo con dos clases de contrato (temporal e indefinido) que en un mercado con un único tipo de contrato y costes de ajuste equivalentes.

Por lo que respecta al comportamiento cíclico de los salarios, se ha destacado en numerosas ocasiones la elevada inercia que se deriva del modelo de negociación salarial y, en particular, de la presencia de cláusulas de indicación, que repercuten sobre los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva las desviaciones positivas de inflación, pero no las negativas<sup>14</sup>. Dadas la rapidez y la intensidad con que se ha producido la recesión actual y la inten-

14. Véase *Informe Anual, 2007*, recuadro 2.2.

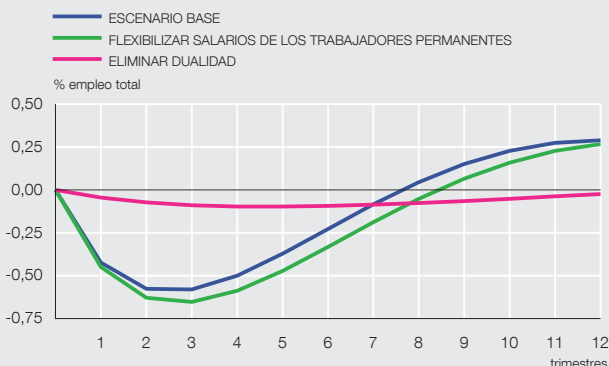
La reciente literatura económica ha destacado la rigidez salarial y los costes de ajuste del empleo como los principales factores determinantes de la respuesta de los flujos laborales —y, por tanto, de las fluctuaciones del empleo— ante perturbaciones económicas<sup>1</sup>. Si los salarios respondieran de manera flexible a las variaciones de la productividad, entonces las fluctuaciones económicas producirían una elevada volatilidad de los salarios, pero afectarían poco al nivel de empleo. Por el contrario, si los salarios no se ajustaran fácilmente a cambios en

la productividad, entonces se producirían modificaciones notables en las contrataciones y en los despidos y, por tanto, el empleo fluctuaría más a lo largo del ciclo. Los costes de ajuste del empleo reducen, obviamente, la volatilidad del empleo: costes de ajuste más elevados reducen tanto las contrataciones como los despidos, de manera que, en principio, su impacto sobre el nivel de empleo es ambiguo<sup>2</sup>. Sin embargo, cuando los costes de ajuste del empleo son diferentes

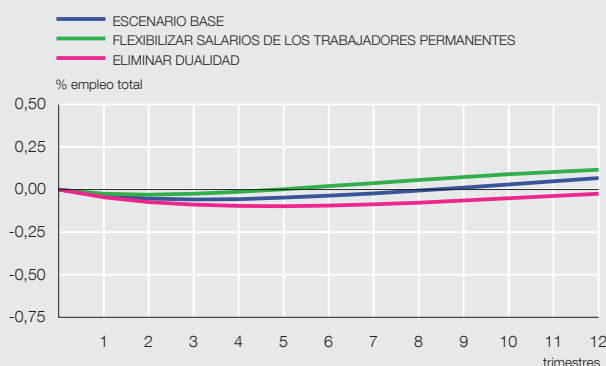
1. Véanse R. Shimer (2005), «The cyclical behavior of equilibrium unemployment and vacancies», *American Economic Review*, 95 (1), pp. 25-49, y R. Hall (2005), «Employment fluctuations with equilibrium wage stickiness», *American Economic Review*, 95 (1), pp. 50-65.

2. Véanse S. Bentolila y G. Bertola (1990), «Firing costs and labour demand: How bad is Euroclerosis?», *Review of Economic Studies*, 57 (3), pp. 381-402, y A. Cabrales y H. A. Hoppenhayn (1997), «Labor-market flexibility and aggregate employment volatility», *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 46, pp. 189-228.

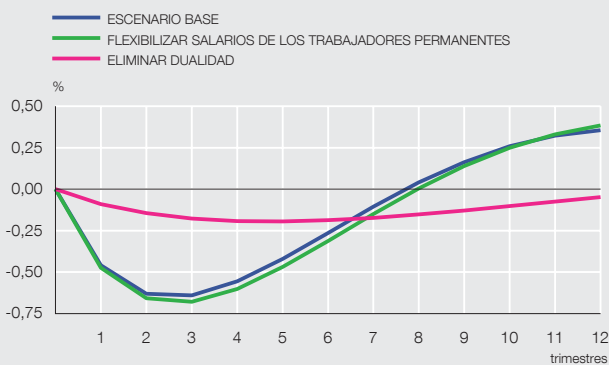
1 EMPLEO TEMPORAL



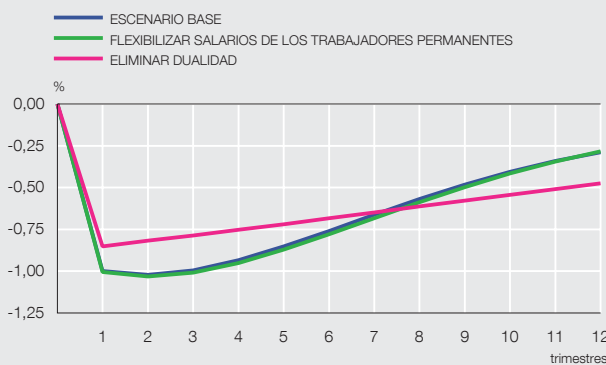
2 EMPLEO PERMANENTE



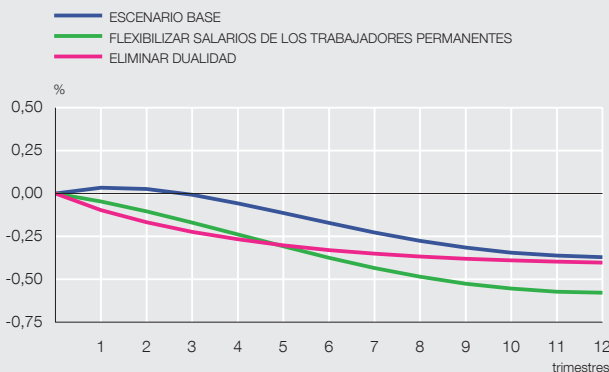
3 EMPLEO TOTAL



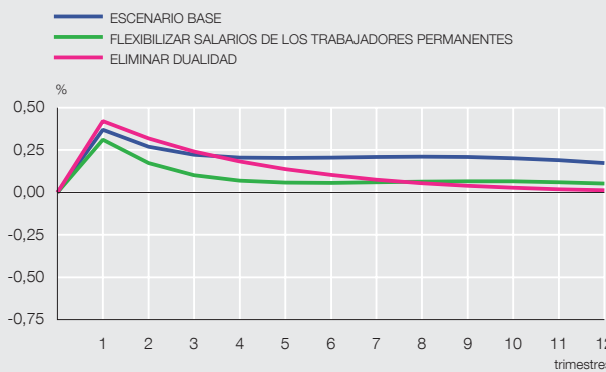
4 PRODUCTO



5 SALARIO MEDIO



6 COSTE LABORAL UNITARIO



FUENTE: Banco de España

para distintos grupos de población, como ocurre en el caso español, sus fluctuaciones pueden ser mayores que en un mercado alternativo homogéneo con costes de ajuste equivalentes<sup>3</sup>.

Para cuantificar el impacto que la rigidez salarial y los costes de ajuste tienen sobre la volatilidad del empleo, se han realizado varios ejercicios de simulación en un modelo macroeconómico calibrado para reflejar el comportamiento del mercado laboral español. Los principales ingredientes de dicho modelo son los siguientes; i) existen dos formas de contratación de trabajadores, indefinida y temporal, que dan lugar a dos tasas de despido distintas; ii) los empleados recién contratados entran en la empresa sin experiencia específica para su puesto de trabajo; iii) en cada trimestre, un trabajador temporal tiene una cierta probabilidad de ganar experiencia, aumentando así su productividad en la empresa; iv) el coste de contratación depende negativamente de la tasa de paro y positivamente del número de contrataciones; v) el coste marginal de los despidos es creciente, y es mucho mayor para los contratos indefinidos que para los temporales, y vi) los salarios se determinan por negociación, con mayor rigidez y poder de negociación en el caso de los trabajadores indefinidos.

Bajo estos supuestos, una empresa cuyos trabajadores tengan mayoritariamente contratos indefinidos ahorrará en costes de contratación, y tendrá una plantilla con mayor productividad promedia. Alternativamente, una empresa podría estimar más conveniente evitar una elevada proporción de trabajadores indefinidos en su plantilla, bien para reducir costes salariales, dados los salarios relativamente altos de los trabajadores indefinidos, o bien porque anticipa disminuciones de su demanda que le llevarían en el futuro a variar su empleo y, por tanto, a incurrir en elevados costes de ajuste.

El gráfico 1 muestra la respuesta del empleo, tanto agregada como en sus componentes temporal e indefinido, ante una disminución persistente de la productividad, en varios escenarios: i) un mercado dual de trabajo calibrado al comportamiento del mercado de trabajo

español (escenario base); ii) un mercado como el anterior, donde la rigidez salarial de los contratos indefinidos es menor, igualándose a la de los temporales en el escenario base (escenario flexible), y iii) un mercado de trabajo donde se ha eliminado toda la dualidad del mercado laboral, reemplazando los dos tipos de contratos con un único contrato que produce unos costes de ajuste agregados similares a los del mercado de trabajo dual del escenario base y en el que la rigidez salarial es equivalente a la media de la del empleo temporal e indefinido en el escenario base (escenario de eliminación de dualidad). La perturbación de productividad, cuyo tamaño es tal que provoca una disminución de la producción del 1% en el primer trimestre en dicho escenario, produce una caída del empleo total del orden del -0,55% en el transcurso del primer año, con -0,49 pp por la caída del empleo temporal y -0,06 pp por la del indefinido, mientras que, si los salarios de los trabajadores temporales e indefinidos fueran igualmente flexibles, el empleo de los segundos disminuiría menos (-0,01% del empleo total) y el de los primeros ligeramente más (-0,58% del empleo total). Sin embargo, en el mercado de trabajo con un único contrato, la reducción del empleo total es del -0,19%, aproximadamente un 30% de la que se produce en el escenario base, lo que se debe fundamentalmente a que en el escenario base los mayores costes de despido de los trabajadores indefinidos provocan una rotación muy alta de los trabajadores temporales que tiende a exacerbar los flujos de entrada y de salida del desempleo, reduciendo la duración de los períodos de empleo de estos trabajadores y, por tanto, impidiendo un mayor crecimiento de su productividad. Con respecto a los salarios, la caída de la productividad produce una disminución del -0,06% y -0,24% en los escenarios base y flexible, respectivamente, siendo del -0,27% en el caso de un mercado con único tipo de trabajadores. Dado que los salarios reales tienen un cierto grado de rigidez en los tres escenarios, su caída no impide que los costes laborales unitarios (la ratio de salarios sobre productividad del trabajo) experimenten subidas del 0,21%, 0,07% y 0,18%, respectivamente.

En definitiva, según estas simulaciones, la reducción de la heterogeneidad de los costes de ajuste disminuiría significativamente la volatilidad del empleo y la de la producción, sin que aumentara considerablemente la de los salarios, por lo que también sería menor (aproximadamente, la mitad) la volatilidad de la renta disponible y, posiblemente, del consumo.

3. Véanse J. J. Dolado, M. Jansen y J. F. Jimeno (2007), «A positive analysis of targeted employment protection legislation», *B. E. Journal of Macroeconomics (Topics)*, vol. 7, n.º 1, art. 14, y C. Alonso-Borrego, J. Fernández-Villaverde y J. E. Galdón-Sánchez (2004), *Evaluating labor market reforms: a general equilibrium approach*, IZA Discussion Paper, n.º 1129.

sa caída de la inflación, esta inercia salarial está teniendo efectos especialmente negativos. Durante la segunda mitad de 2007 y la primera de 2008, los salarios continuaron creciendo impulsados por expectativas optimistas sobre la evolución de la actividad y por la actualización de las desviaciones de la inflación del año anterior, provocando un rebote salarial simultáneo con la caída de la demanda (véase recuadro 2.3).

La salida de la crisis requiere una regulación laboral más favorable a las nuevas

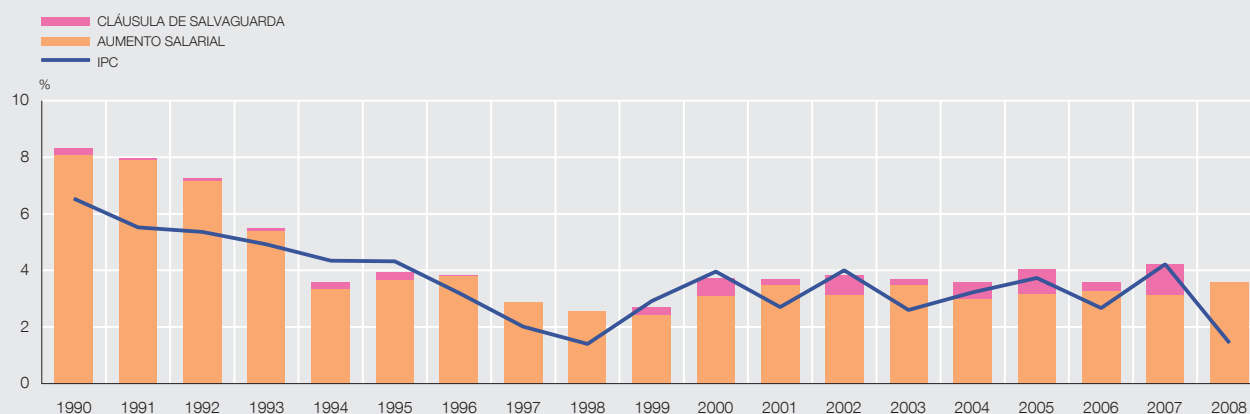
En definitiva, los mecanismos de determinación de empleo y salarios que se derivan de la configuración institucional del mercado de trabajo español están siendo proclives a la ampliación del impacto de la perturbación negativa de demanda asociada a la crisis. Ante esta

A pesar del acusado deterioro del mercado de trabajo a lo largo del año, la evolución salarial en 2008 supuso un repunte de los costes laborales, tanto en términos nominales como reales, que viene causado, en buena medida, por la elevada indiciación presente en el mecanismo de negociación colectiva. El ajuste automático de los salarios a la evolución de la inflación a finales de 2007 por la activación de las cláusulas de salvaguarda produjo un incremento de las tarifas salariales en la primera mitad del año. Por otra parte, en los últimos meses del año, cuando el deterioro del mercado de trabajo era ya muy intenso y la inflación había comenzado a reducirse, la sensibilidad de los salarios negociados a las condiciones cíclicas del mercado laboral ha sido reducida. Así, mientras que en el conjunto del año las revisiones de convenios plurianuales firmados en años anteriores incluyeron un aumento salarial del 3,5%, los convenios de nueva firma mostraron, incluso, un aumento superior (del 3,8%) en los registrados hasta diciembre, con una moderación muy leve en la parte final del año, hasta registrar un incremento del 3,5% en el último trimestre del año. Asimismo, los datos ya disponibles para 2009 prolongan este comportamiento, pues los convenios registrados hasta el mes de febrero, en su ma-

yoría revisiones de convenios plurianuales firmados en años anteriores, incorporan un crecimiento salarial del 2,7%, que supone un acusado repunte en términos reales, dada la evolución reciente de la inflación.

Este comportamiento salarial no es muy distinto del que se ha observado en la economía española en otros períodos. En primer lugar, el grado de indiciación nominal presente en la negociación colectiva es muy elevado y los incrementos salariales están muy determinados, con un cierto desfase temporal, por la evolución de la inflación. En el gráfico 1 se muestran los aumentos salariales pactados y la inflación en diciembre de cada año desde 1990 a 2008. Se observa una relación muy estrecha de los incrementos salariales con la inflación pasada, que se ve reforzada por el impacto de las cláusulas de salvaguarda, presentes en la mayoría de los convenios, que trasladan de manera automática cualquier aumento de la inflación a los salarios. Conviene señalar, sin embargo, que la relación con la inflación no es simétrica, dadas las características de las cláusulas de salvaguarda, y, de hecho, como se aprecia en el gráfico 1, períodos en los que se observa un descenso de la inflación, como en 1998 o, más reciente-

### 1 INCREMENTOS SALARIALES NEGOCIADOS E INFLACIÓN



### 1 IMPACTO DE LA INFLACIÓN Y LAS CONDICIONES CÍCLICAS SOBRE LOS INCREMENTOS SALARIALES NEGOCIADOS (a)

Variable dependiente:

Incremento salarial negociado

Variables explicativas

Variables explicativas	Convenios revisados		Convenios de nueva firma	
	Coefficiente	t-estadístico	Coefficiente	t-estadístico
Desviación de la inflación positiva en t-1	0,92	108,6	1,13	148,8
Desviación de la inflación negativa en t-1	-0,21	-3,3	-0,34	-4,5
Variación tasa de desempleo t-1	0,02	2,5	-0,24	-34,7
Constante	2,66	30,8	2,45	-27,1
Observaciones	39.537		52.610	
Coefficiente determinación ajustado	0,3		0,3	

FUENTE: Base de datos de convenios colectivos registrados entre 1990 y 2008, Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Las regresiones incluyen variables artificiales de sector de actividad (dos dígitos CNAE-93), ámbito de negociación y presencia de cláusula de salvaguarda.



mente, en 2001, 2003 o 2006, suelen ir acompañados de aumentos de los salarios en términos reales, como ha ocurrido en 2008<sup>1</sup>.

En cuanto al impacto de la situación cíclica del mercado de trabajo sobre los aumentos salariales pactados en la negociación, en el cuadro 1 se presentan los resultados de varias regresiones en las que el incremento salarial acordado en cada uno de los convenios colectivos firmados desde 1990 se relaciona con la inflación y la variación de la tasa de desempleo a nivel regional, controlando por otras características del convenio, tales como su naturaleza (de nueva firma, revisiones de convenios plurianuales firmados con anterioridad), su ámbito de negociación (empresa, de ámbito superior a la empresa) y el sector de actividad de las empresas afectadas por el convenio. En cada ejercicio, únicamente alrededor de un tercio de los convenios con efectos económicos se ha negociado en el mismo año, dado que la mayor parte de los convenios son plurianuales<sup>2</sup>, para los que cabe esperar una menor sensibilidad contemporánea a los factores cíclicos.

En relación con la inflación, las estimaciones que se muestran en el cuadro 1 recogen el impacto de la inflación esperada sobre los incrementos salariales con el término constante de la regresión e intentan captar la posible relación asimétrica de los incrementos salariales con dicha variable, permitiendo que el coeficiente sea distinto en función de si la inflación finalizó el año anterior por encima o por debajo del

1. En conjunto, desde 1980 a 2008, la correlación entre la variación de la inflación y el incremento de los salarios reales es de -0,6. 2. La duración media ha ido incrementándose desde algo más de dos años en los primeros años de la década de los noventa hasta algo más de tres años desde 2004.

2%. Los resultados muestran con claridad una acusada asimetría en el mecanismo de determinación salarial, ya que las desviaciones positivas de la inflación se trasladan con un coeficiente cercano a la unidad a los incrementos salariales, mientras que, dada la asimetría provocada por las cláusulas de salvaguarda, dicha traslación no tiene lugar cuando la inflación desciende por debajo de la referencia del 2%<sup>3</sup>.

En cuanto al impacto de la tasa de desempleo, en el cuadro 1 se observa que únicamente en los convenios de nueva firma se detecta cierta sensibilidad a la situación del mercado laboral. En particular, en estos convenios un aumento de 1 pp en la tasa de desempleo disminuiría los incrementos salariales acordados en los convenios de nueva firma unas dos décimas porcentuales. Por el contrario, no se observa una relación negativa entre tasa de desempleo y salarios en los convenios revisados.

En conjunto, por tanto, las características del sistema de negociación colectiva configuran un mercado laboral en el que los incrementos salariales están fuertemente determinados por la evolución de la inflación, si bien la existencia de asimetrías a la baja en los salarios limita la traslación de reducciones de la inflación. En cuanto a la sensibilidad salarial a las condiciones del mercado laboral, se detecta una respuesta reducida que, además, implica un ajuste desfasado de los salarios y únicamente en los de nueva firma en el año, que son alrededor de un tercio del total de los convenios con efectos económicos en cada año.

3. De hecho, el coeficiente negativo implica que las desviaciones de la inflación por debajo del 2% producen aumentos salariales.

contrataciones  
y a la recuperación  
de la productividad a medio  
y a largo plazo...

situación, se hacen necesarias medidas encaminadas a frenar la destrucción de empleo y a incentivar su creación. Hasta la fecha, sin embargo, estas medidas se han centrado en incrementar las subvenciones a la contratación y en ampliar la protección por desempleo, sin modificar los mecanismos institucionales que están distorsionando los incentivos a la contratación y erosionando la estabilidad del empleo.

En efecto, la salida de la crisis requiere la recuperación de la confianza de las familias sobre sus rentas laborales futuras, y de las empresas sobre la rentabilidad de los nuevos proyectos de inversión. En ambos casos, resultarán determinantes, en primer lugar, las condiciones en las que se puedan realizar las nuevas contrataciones laborales y, en segundo lugar, la evolución de la productividad, que, en el medio y largo plazo, será la que permita un mayor crecimiento de los salarios reales y de los beneficios empresariales. Para alcanzar un escenario más favorable a la contratación laboral y al crecimiento de la productividad, resulta necesario llevar a cabo cambios de la legislación laboral que permitan compaginar la estabilidad del empleo con la capacidad de las empresas para organizar de manera eficiente sus recursos laborales.

... en particular, de la legislación  
sobre contratos de trabajo...

En nuestro país hay un amplio abanico de contratos de trabajo. Junto a los contratos indefinidos, con costes de despido en función de las causas que originan la rescisión laboral y del resultado del control judicial o administrativo —en el caso de los despidos colectivos—,

coexiste una abundante variedad de contratos temporales, que tienen costes de despido inferiores y, por su propia naturaleza, pueden extinguirse sin control judicial y/o administrativo. Los contratos temporales se pueden realizar bajo determinados supuestos, siempre y cuando la duración del puesto de trabajo sea determinada —principio de causalidad—. La excesiva incidencia de la contratación temporal —la dualidad—, la escasa tasa de conversión de contratos temporales en indefinidos —la segmentación del empleo— y la intensa rotación laboral de un subgrupo de trabajadores —la concentración del ajuste del empleo en los trabajadores temporales— son consecuencias de este modelo de contratación excesivamente complejo y que, en la práctica, hace que las empresas utilicen el empleo como la principal fuente de ajuste ante las fluctuaciones económicas. También existe alguna evidencia empírica para sostener que la desfavorable evolución de la productividad durante la última década se debe, en una parte no desdeñable, a los escasos incentivos que los trabajadores temporales y sus empleadores tienen para invertir en formación y, en el caso de los segundos, para innovar adoptando nuevas formas de organización del trabajo<sup>15</sup>. Para favorecer la estabilidad en el empleo y facilitar a las empresas la mejor organización de sus plantillas, en la situación actual resulta imprescindible introducir y favorecer formas de contratación permanente que puedan utilizarse con carácter general y cuya rescisión no comporte indemnizaciones por despido tan elevadas como las que llevan aparejadas los contratos indefinidos actualmente en vigor.

... y también de la negociación colectiva...

La forma en la que la determinación de los salarios y de las condiciones de empleo está respondiendo a la crisis también pone de manifiesto las disfunciones generadas por el modelo de negociación colectiva. Las pautas salariales en las que se basa dicho modelo según se desarrollan en los Acuerdos Interconfederales suscritos entre los representantes de los empresarios y los sindicatos mayoritarios a partir de 2001 —crecimiento salarial resultado de sumar al límite máximo del objetivo de inflación del BCE (2%) un punto porcentual atribuido genérica y uniformemente a las ganancias de productividad, junto a la existencia de cláusulas de revisión salarial que añaden incrementos salariales cuando la inflación supera dicho límite— han inducido una gran inercia en el crecimiento de los costes laborales. Este comportamiento ha desembocado en la coincidencia en el tiempo de incrementos salariales elevados con una fuerte disminución de la actividad y del empleo, lo que es indicativo de las dificultades de la economía para restaurar la competitividad y la depreciación del tipo de cambio real necesaria para resolver el desequilibrio externo sin incurrir en aumentos bruscos del desempleo. Por lo que respecta a otras condiciones de empleo, mientras que las empresas con convenio propio disponen de la posibilidad de hacer frente a la crisis recurriendo a combinaciones de ajustes de salarios y de otras medidas dirigidas al mantenimiento del empleo, las que están sometidas a convenios de ámbito superior están mucho más limitadas en este terreno.

Mirando al futuro, hay además otras razones para concluir que el modelo de determinación salarial seguido en los últimos años no es el mejor marco para favorecer los ajustes necesarios en un contexto como el actual. Por una parte, la necesaria depreciación del tipo de cambio real requiere que la economía española alcance tasas de crecimiento del deflactor del PIB inferiores a la de nuestros socios comerciales durante un cierto período de tiempo. Por otra parte, la necesaria reasignación sectorial del empleo exigirá ajustes de salarios relativos. Dadas las reducidas tasas de inflación que se están registrando, tanto en nuestro país como internacionalmente, ambos ajustes resultan especialmente constreñidos por la elevada rigidez nominal a la baja de los salarios que impone un sistema de negociación colectiva centralizado y con escasa coordinación como el vigente en la actualidad.

15. Véase J. J. Dolado y R. Stucchi (2008), *Do temporary contracts affect TFP? Evidence from the Spanish manufacturing firms*, CEPR Discussion Paper, n.º 7055, e IZA Discussion Paper, n.º 3832.

... siendo necesarias, mientras se avanza en esta reforma laboral, medidas transitorias que reduzcan la destrucción de empleo

El diseño de una reforma laboral de calado que resuelva sustancialmente los problemas de la legislación sobre contratos de trabajo y de la negociación colectiva y que sea susceptible de recibir un amplio consenso social puede requerir algún tiempo de maduración y unos procedimientos que no se pueden activar de manera inmediata. Sin embargo, la destrucción de empleo se está produciendo con una gran intensidad y, si esta dinámica no se detiene, el fuerte aumento de la tasa de desempleo podría tener efectos permanentes sobre la capacidad de la economía española de generar nuevas oportunidades de empleo. Para evitarlos, podría ser conveniente, mientras se diseñan e instrumentan las reformas concretas y se alcanza un cierto consenso social sobre ellas, recurrir a medidas transitorias, tales como la introducción de nuevas formas de contratación y la prevalencia de los acuerdos de empresa sobre los convenios de ámbito superior. Este tipo de medidas tendría una eficacia inmediata por sí mismo y aumentaría el efecto beneficioso de otras introducidas en los últimos meses, como los incentivos a la contratación, los apoyos públicos al sostenimiento del empleo y las extensiones de la protección del desempleo.

### 3 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

### 1 La economía mundial en 2008

#### 1.1 INTRODUCCIÓN

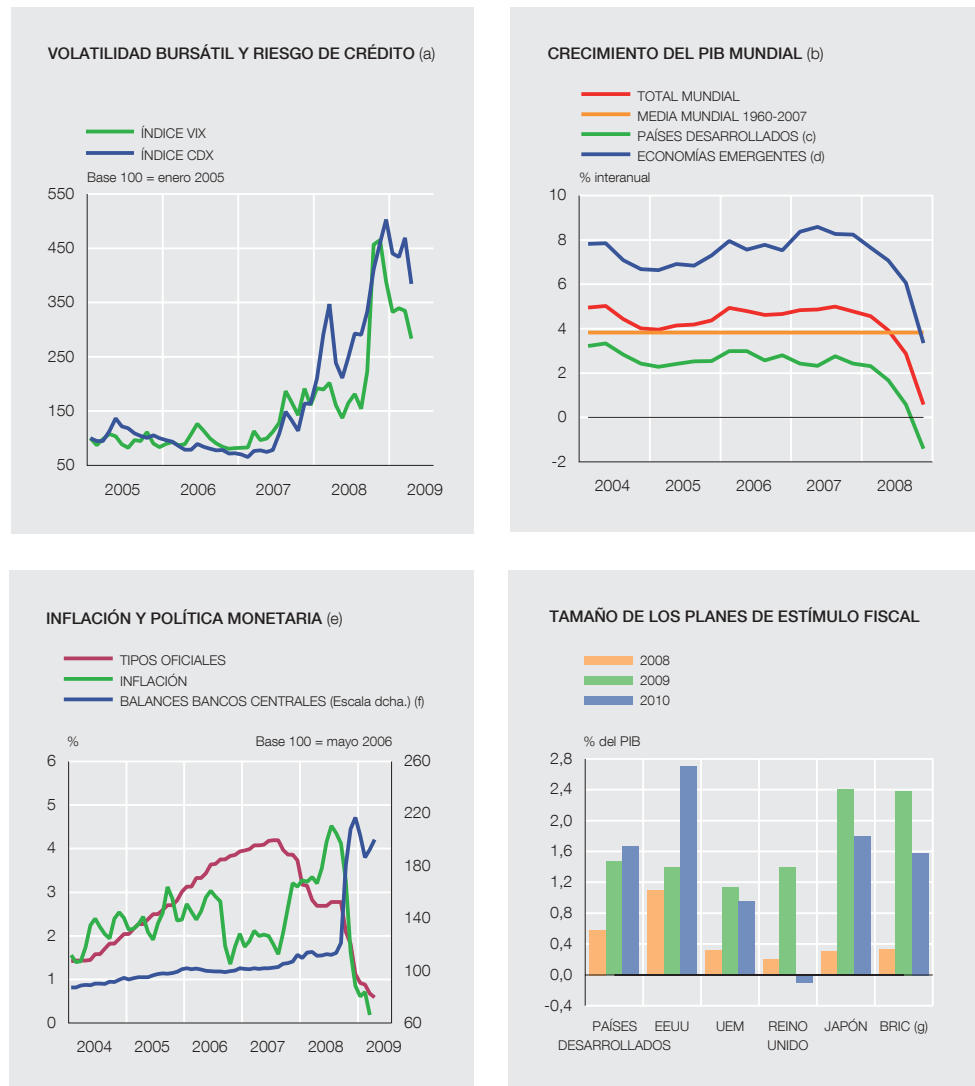
En el año 2008 se desencadenó una crisis financiera global y la economía mundial entró en una recesión de extensión, duración y consecuencias difíciles de calibrar

Tras un deterioro progresivo, el sistema financiero se situó al borde del colapso en el mes de septiembre, provocando una contracción de la actividad mundial

La economía mundial está atravesando la etapa más difícil de las últimas décadas. El año 2008 estuvo marcado por la gestación y el desencadenamiento de una crisis financiera, corolario de las turbulencias iniciadas en el verano de 2007, que adquirió dimensiones globales, minando la confianza de los agentes y derivando en una recesión económica de carácter generalizado. Los datos conocidos para el primer semestre de 2009 apuntan hacia unas perspectivas desfavorables para este ejercicio, a pesar de la intensa reacción de las políticas económicas. La profundidad y la extensión de la crisis han provocado cambios sustanciales tanto en las pautas de funcionamiento de las economías como en las prioridades y en los marcos de actuación de las autoridades, que han aumentado la incertidumbre en torno a las respuestas de los agentes y a la eficacia de las políticas. En definitiva, el grave deterioro de la situación económica y financiera está teniendo consecuencias de hondo calado, que dificultarán el retorno a una nueva etapa de crecimiento elevado y sostenido como la que quedó interrumpida bruscamente en 2007. Y no solo porque, muy probablemente, la crisis actual haya reducido el potencial de crecimiento de la economía mundial por un período prolongado, sino también porque las bases de ese nuevo crecimiento habrán de ser necesariamente diferentes de las que fundamentaron la anterior etapa expansiva y que, a la postre, se han revelado insostenibles.

Durante el año 2008, la extensión de las dificultades financieras en las economías desarrolladas bloqueó progresivamente la actividad financiera y real, llegando a afectar también a las economías emergentes. En esa evolución, es necesario distinguir dos etapas diferenciadas, separadas por el estrés financiero del mes de septiembre (véase gráfico 3.1). Hasta esa fecha, las turbulencias financieras, que habían comenzado en el verano de 2007 con el desencadenamiento de la crisis *subprime*, fueron erosionando, con distinta intensidad, la solvencia de un número creciente de entidades financieras, fomentando un proceso de desapalancamiento generalizado, bloqueando el funcionamiento de algunos mercados y reduciendo progresivamente la capacidad de intermediación del sistema financiero internacional. A partir de septiembre, esas tendencias mutaron en una crisis financiera global, caracterizada por una extrema inestabilidad en los mercados, la caída de entidades financieras sistémicas, el bloqueo de los mercados de financiación y el hundimiento de la confianza de los agentes, que reforzaron notablemente el proceso de interacción entre las dificultades del sector financiero y las del sector real. La actividad económica, cuya desaceleración se había intensificado y extendido geográficamente hasta el verano, experimentó un frenazo brusco en el último trimestre de 2008, a escala global. Las economías avanzadas profundizaron una recesión que ya había comenzado a manifestarse en muchas de ellas, al tiempo que los síntomas de fragilidad financiera se multiplicaban, mientras que las economías emergentes, lejos de quedar al margen del proceso de ajuste, recibieron el impacto conjunto de un parón en la demanda externa y en los flujos de capitales a estas economías.

A pesar de ello, la economía mundial aún creció un 3,2% en 2008, cifra relativamente elevada aunque sensiblemente inferior a la media de los cuatro años anteriores (4,9%) (véase cuadro 3.1). El crecimiento medio en 2008 enmascara la fuerte reducción de la tasa interanual (desde el 4,8% a final de 2007, al 0,2% en el cuarto trimestre del año) y el reducido avance de las economías desarrolladas en el conjunto del año (un 0,9%, frente al 2,7% de 2007). Las economías emergentes registraron un avance del 6,1%, frente al 8,3% en 2007. Las tensiones inflacionistas, que se habían agudizado hasta el ecuador del ejercicio —cuando la inflación en las economías industrializadas alcanzó el 4,5%, el registro más elevado desde julio de 1991—, se



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

- a. Índice VIX (Volatilidad bursátil del índice Standard & Poors 500) e índice de riesgo de crédito CDX Investment Grade de Estados Unidos a cinco años.
- b. Banco de España, 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 (paridad del poder de compra), según información del FMI.
- c. Europa Occidental, Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia, Nueva Zelanda, Israel, Eslovaquia y Eslovenia.
- d. América Latina, Asia Emergente, Europa Central y del Este (excepto Eslovaquia y Eslovenia), y Sudáfrica.
- e. Agregados de Estados Unidos, UEM, Japón y Reino Unido.
- f. Activos totales como porcentaje del PIB. Hasta mayo de 2006, los datos corresponden solo a Estados Unidos, UEM y Japón.
- g. Agregado de Brasil, Rusia, India y China.

	2004	2005	2006	2007	2008
ESTADOS UNIDOS					
PIB	3,6	2,9	2,8	2,0	1,1
IPC (a)	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,7
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-4,4	-3,3	-2,2	-2,9	-6,1
JAPÓN					
PIB	2,7	1,9	2,0	2,4	-0,6
IPC (a)	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-6,2	-5,0	-4,0	-2,5	-5,6
REINO UNIDO					
PIB	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7
IPC (a)	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-2,1	-2,6	-3,4	-2,9	-1,7
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-3,3	-3,3	-2,6	-2,6	-5,4
CHINA					
PIB	10,1	10,4	11,6	13,0	9,0
IPC (a)	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	3,6	7,2	9,5	11,0	9,8
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-1,3	-1,2	-1,0	0,6	-0,4
AMÉRICA LATINA (b) (c)					
PIB	6,3	4,7	5,6	5,7	4,2
IPC (a)	6,3	6,4	5,2	5,4	7,9
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	1,6	1,9	2,0	0,8	-0,3
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-0,8	-0,6	-0,6	-0,1	-0,3
NUEVOS ESTADOS MIEMBROS UE NO UEM (b) (d)					
PIB	5,9	4,8	6,6	5,9	4,1
IPC (a)	5,3	3,7	3,3	4,4	6,5
Balanza cuenta corriente (% del PIB)	-6,1	-4,5	-6,6	-8,2	-7,9
Saldo Administraciones Públicas (% del PIB)	-3,8	-3,5	-3,4	-1,9	-3,3
PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB					
Mundial	4,9	4,5	5,1	5,2	3,2
Zona del euro	2,2	1,7	2,9	2,7	0,9

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

a. Tasa de variación interanual del índice de precios promedio.

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.

dispararon en el último trimestre, al hilo del desplome de la actividad y de la rápida corrección del precio de las materias primas que se había iniciado en el verano.

La reacción de las autoridades económicas fue contundente, generalizada y, hasta cierto punto, coordinada...

Este conjunto de circunstancias propició, a partir de septiembre, una reacción contundente, generalizada y, hasta cierto punto, concertada de las autoridades económicas a escala global, aunque con especial intensidad en las economías avanzadas. Como se ilustra en los paneles inferiores del gráfico 3.1, todos los frentes de actuación se vieron activados: las políticas monetarias —en muchos casos, reforzadas con la adopción de medidas no convencionales—, las políticas de apoyo al sector financiero y las políticas fiscales. Las actuaciones se orientaron a mantener la liquidez y el flujo de crédito, reforzar la solvencia de las entidades financieras y sostener la actividad, con el fin de restablecer la confianza de los agentes y quebrar la espiral negativa, cada vez más potente, entre el deterioro de la situación financiera y de la económica.



... pero no disipó la incertidumbre sobre la evolución económica global

La magnitud de la respuesta —que ha comprometido un volumen muy sustancial de recursos públicos— detuvo el colapso que amenazaba a algunos de los sistemas financieros más importantes. No obstante, las perspectivas globales siguen siendo muy inciertas, en un entorno de persistente fragilidad financiera —especialmente, al no haberse avanzado lo suficiente en el saneamiento de los sistemas financieros— y de extrema debilidad económica, por lo que cabe esperar que el restablecimiento de la confianza y la estabilización de las perspectivas sean un proceso prolongado.

## 1.2 LOS MERCADOS FINANCIEROS: DE LA TURBULENCIA A LA CRISIS

Las turbulencias financieras iniciadas en 2007 se agravaron a lo largo de 2008, poniendo de manifiesto graves riesgos para la estabilidad financiera global

Las turbulencias financieras iniciadas en 2007, lejos de amainar, fueron acrecentándose a lo largo del año pasado, sentando las bases de lo que se transformaría en una crisis financiera global. Cabe recordar que uno de los elementos subyacentes a esta crisis, además del entorno de abundante liquidez global y de condiciones financieras muy laxas, fue el complicado entramado de transmisión de riesgos desde entidades originadoras de crédito hacia inversores globales, a través de productos financieros complejos que, a su vez, contribuyó a incrementar aún más las posibilidades de apalancamiento. Las graves implicaciones de estos mecanismos de transferencia de riesgos para la estabilidad financiera se pusieron de manifiesto con la eclosión de la crisis hipotecaria *subprime* en Estados Unidos. Gran parte de los riesgos hipotecarios —supuestamente transferidos— volvieron al balance de los bancos a través de los compromisos de liquidez asumidos en la refinanciación de estos productos. A lo largo de 2008, a medida que se hacían evidentes las pérdidas asociadas a los productos complejos y crecía la desconfianza entre entidades por la falta de transparencia y la incierta exposición a dichos productos, se produjo una reevaluación del riesgo y las tensiones en los mercados monetarios y de crédito se intensificaron. Todo ello fue minando la solvencia de las entidades de crédito, y las tensiones se extendieron a un número creciente de agentes financieros y de segmentos del mercado. En septiembre, esta situación desembocó en una crisis del sistema financiero global, sobre cuya duración y profundidad todavía existe una gran incertidumbre.

Hasta mediados de septiembre, la elevada volatilidad financiera y el deterioro de las perspectivas económicas contribuyeron a incrementar las tensiones sobre las entidades financieras...

Hasta mediados de septiembre, el deterioro del clima financiero, en un entorno de elevada volatilidad en los mercados, fue erosionando la confianza de los agentes, a la par que las condiciones efectivas de financiación de empresas y familias en las principales economías desarrolladas iban haciéndose más restrictivas, de modo que las dificultades financieras comenzaron a afectar a la actividad real. El empeoramiento gradual de las perspectivas económicas se conjugó con caídas adicionales de los precios de la vivienda en Estados Unidos, que agravaron los problemas subyacentes a las titulaciones hipotecarias, manteniendo la incertidumbre sobre el valor de los activos problemáticos en las carteras de inversores e instituciones financieras y alimentando la desconfianza entre las entidades. A este panorama se añadieron las crecientes pérdidas de las instituciones financieras derivadas de activos de cartera más tradicionales y de algunos activos con elevada calificación crediticia que, en un principio, no parecían presentar riesgos. Todos estos factores obstaculizaron la recuperación de los mercados y llevaron a la liquidación o intervención de un creciente número de entidades.

... y algunas entidades sistémicas experimentaron problemas graves...

Así, esta fase estuvo marcada por los problemas registrados en entidades sistémicas, como el banco de inversión Bear Stearns —adquirido por JP Morgan a mediados de marzo— o las agencias de financiación hipotecaria norteamericanas Freddie Mac y Fannie Mae (conocidas como *Government sponsored enterprises*, GSE). De forma más general, las elevadas pérdidas afloradas por diversas instituciones financieras, en Estados Unidos y en Europa, y las rebajas de calificación crediticia de las principales aseguradoras de bonos (*monolines*), en junio, contribuyeron a empeorar la situación financiera. En particular, las rebajas de calificación de estas aseguradoras dispararon la incertidumbre en torno a los posibles problemas de va-

loración de los instrumentos asegurados y dieron lugar a ventas masivas de un amplio abanico de activos.

... mientras persistían las necesidades de liquidez por parte de los bancos

Las necesidades de liquidez que afrontaban los bancos desde el inicio de la turbulencia persistieron durante este período, obligando a los bancos centrales a mantener un suministro amplio de liquidez. Sin embargo, los mercados interbancarios no se normalizaron, como muestra la evolución del diferencial LIBOR – OIS en el gráfico 3.2, en la medida en que el riesgo de crédito de contrapartida siguió aumentando. En relación con otros mercados financieros, las bolsas mantuvieron la tendencia bajista iniciada en 2007 como respuesta a los peores resultados empresariales y a las menores perspectivas de crecimiento económico, mientras que en los mercados cambiarios el dólar mostró una tendencia hacia la depreciación y cotizó prácticamente a 1,60 frente al euro a mediados de julio.

Los mercados de las economías emergentes sortearon relativamente bien la primera parte del año

Los mercados financieros de las economías emergentes sortearon relativamente bien las turbulencias financieras de este período, aunque el sentimiento del mercado se fue deteriorando progresivamente, al hilo del empeoramiento de la coyuntura económica. Los diferenciales soberanos se ampliaron moderadamente y las bolsas mostraron, en general, un mejor comportamiento que en las economías avanzadas, mientras que sus monedas tendieron a apreciarse hasta mediados de año. No obstante, estos mercados iniciaron un empeoramiento durante los meses de verano, en un contexto dominado por las presiones inflacionistas.

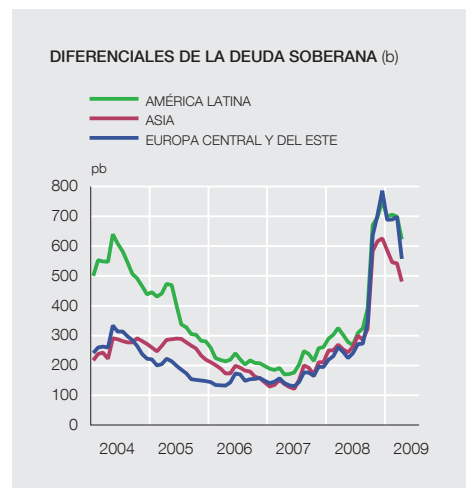
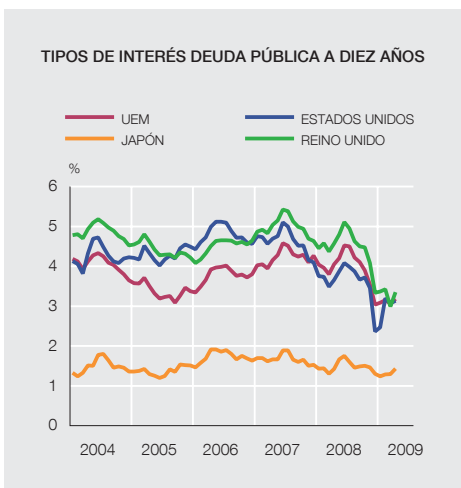
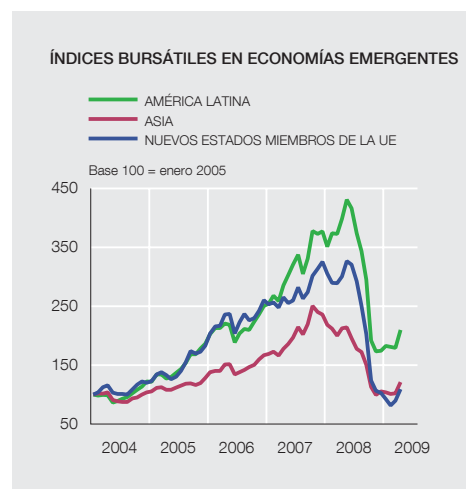
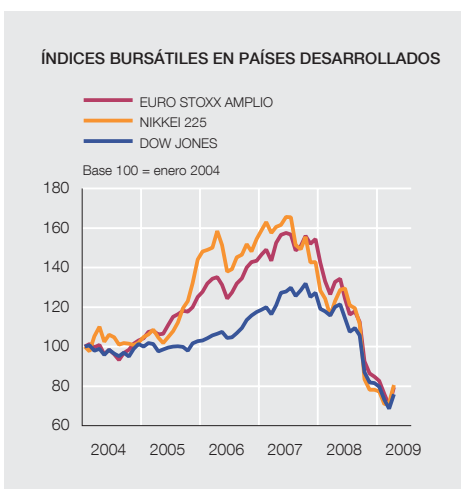
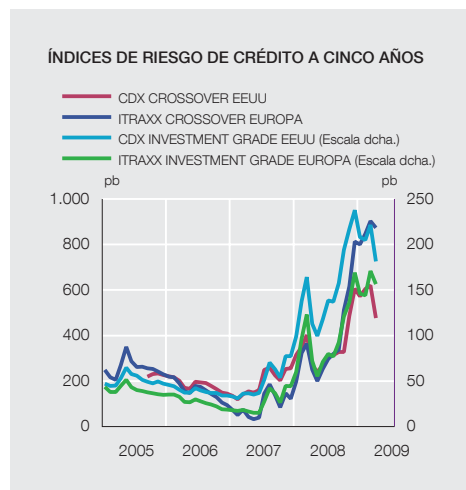
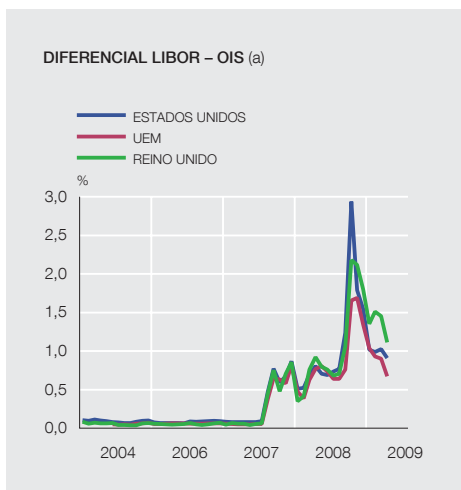
El acusado agravamiento de la situación financiera a mediados de septiembre cambió radicalmente el panorama

A mediados de septiembre de 2008, tras la toma de control público de las agencias de financiación hipotecaria norteamericanas, la quiebra del importante banco de inversión Lehman Brothers —la primera entidad de gran tamaño que no fue rescatada— supuso un cambio trascendental en la evolución del sistema financiero. Esta quiebra puso de manifiesto el carácter sistémico de la entidad, dado el volumen de los títulos emitidos y de contratos de derivados en los que actuaba de contrapartida, elevando sustancialmente el riesgo de contraparte en la liquidación y compensación de dichos contratos. La caída de un banco de esta naturaleza generó una pérdida de confianza adicional y la parálisis de los mercados crediticios y monetarios, lo que situó al sistema financiero al borde del colapso.

Los acontecimientos inmediatamente posteriores fueron muy adversos y obligaron a una intervención masiva de las autoridades. Esta se materializó, en primera instancia, en el rescate de la compañía de seguros AIG, en importantes operaciones de consolidación en Estados Unidos, como las absorciones del banco de inversión Merrill Lynch y de algunos bancos comerciales (Washington Mutual y Wachovia) y en la intervención en otras entidades de menor tamaño, también en Europa.

Las tensiones se propagaron rápidamente, provocando una caída de los precios de todos los activos, salvo los más seguros y más líquidos

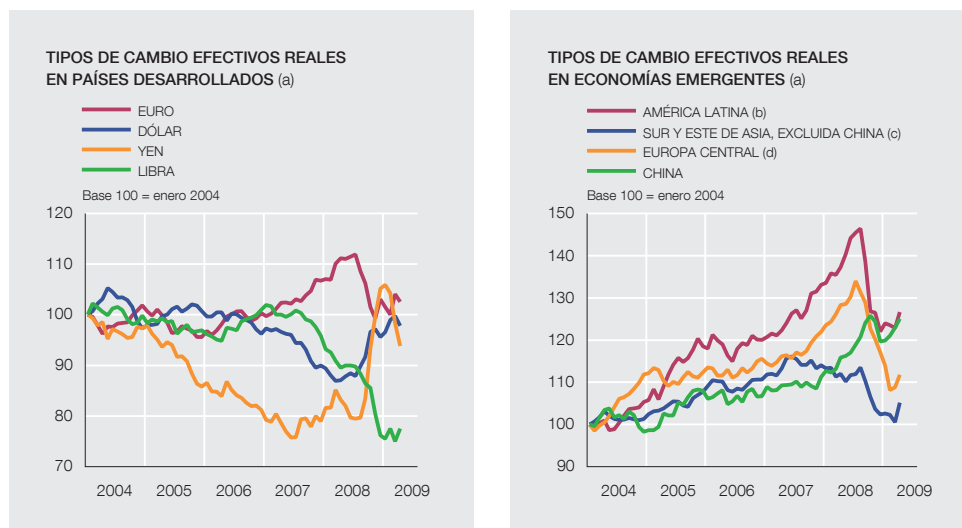
Las tensiones se propagaron rápidamente hacia diferentes segmentos de los mercados financieros. El proceso de huida hacia la calidad por parte de los inversores provocó una caída casi generalizada de los precios de los activos, salvo los más líquidos y más seguros, que actuaron como refugio. Las bolsas mundiales sufrieron pérdidas superiores a las de cualquier otra crisis posterior a la de 1929 y las volatilidades se dispararon en todos los mercados; por ejemplo, el índice VIX —que mide la volatilidad implícita del S&P 500— rompió sus niveles máximos históricos. Los diferenciales de crédito, tanto los soberanos como los corporativos de peor calificación crediticia, se ampliaron drásticamente y, en general, la financiación no bancaria para las empresas, cualquiera que fuera su calificación crediticia, se encareció notablemente. Asimismo, el mayor riesgo de contraparte dio lugar a un fuerte repunte de las primas por seguro de crédito (CDS) (véase gráfico 3.2).



FUENTES: Datastream y Bloomberg.

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

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



FUENTE: Datastream.

- a. Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.  
 b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.  
 c. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.  
 d. República Checa, Hungría y Polonia.

La deuda pública, en particular la estadounidense, intensificó su papel de activo refugio, de modo que los tipos a largo plazo en Estados Unidos acentuaron su tendencia descendente en esta parte del año. Esta evolución fue también resultado, aunque en menor medida, de las peores perspectivas económicas y de las menores presiones inflacionistas a largo plazo. Posteriormente, a medida que el proceso de huida hacia la calidad se ralentizaba y el esfuerzo fiscal y financiero de las autoridades hizo patente la necesidad de mayores emisiones de deuda en el futuro, las rentabilidades de la deuda pública mostraron un leve repunte, mientras que en los plazos más cortos de las curvas se produjeron descensos al hilo de las sucesivas bajadas de tipos de interés oficiales en numerosas economías, ante el deterioro de la situación económica y financiera.

Los mercados cambiarios reflejaron una extrema volatilidad en este periodo

Los mercados cambiarios reflejaron una extrema volatilidad a partir de septiembre. El dólar se comportó como moneda refugio y se apreció frente a la mayoría de las divisas (véase gráfico 3.3), llegando a cotizar en torno a los 1,25 dólares por euro. El yen, por su parte, también se apreció notablemente frente a las principales monedas como consecuencia de la mayor aversión al riesgo y el cierre de posiciones de *carry trade* —consistentes en endeudarse en monedas con bajos tipos de interés para invertir en otras, en su mayoría de economías emergentes, con elevadas tasas de rentabilidad—. La libra se desplomó hasta niveles mínimos históricos frente al dólar y al euro, debido al fuerte deterioro de la economía británica y de las dificultades de su sistema financiero.

La relativa resistencia mostrada hasta septiembre por los mercados de las economías emergentes se desmoronó y las entradas de capitales se redujeron drásticamente

La relativa resistencia mostrada por los mercados emergentes desde el inicio de las turbulencias se vino abajo a mediados de septiembre, ante el deterioro de las condiciones de financiación externa y la crisis de confianza de los inversores. El masivo desapalancamiento y el retraimiento de los flujos de capitales desde los mercados desarrollados —concretamente, en los flujos de cartera y bancarios— tuvieron un impacto súbito y profundo sobre los mercados emergentes. Inicialmente, el impacto fue indiscriminado, pese a la reducción de las vulnerabilidades y la mejora relativamente extendida de los fundamentos de algunas economías —en

particular, en América Latina— en los últimos años. El origen externo de la crisis financiera explica que en primera instancia fueran precisamente aquellas economías que contaban con mercados de capitales más líquidos y profundos las más afectadas por la falta de financiación exterior, lo que explica las fuertes caídas experimentadas por las bolsas y las depreciaciones de las monedas de Brasil, México o Corea del Sur. De forma progresiva, sin embargo, los efectos se fueron trasladando hacia aquellos países o áreas con mayores vulnerabilidades financieras. Entre ellos, destacan los países de Europa del Este, incluidos algunos de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea. Estos países dependen del flujo de financiación exterior en moneda extranjera y, en un número creciente de casos, han necesitado apoyo financiero externo. El deterioro general de los mercados financieros emergentes se reflejó en la considerable ampliación de los diferenciales soberanos, medidos por el EMBI+, y en las pérdidas de las bolsas —que en muchos países fueron superiores a las de las economías desarrolladas, especialmente en Europa del Este y en los países exportadores de materias primas—. Además, en los mercados cambiarios, el deterioro financiero y la necesidad de liquidez en dólares llevaron a una tendencia a la depreciación de las monedas locales frente al dólar.

Las entradas netas de capitales privados en las economías emergentes se redujeron drásticamente en 2008, rompiendo la tendencia creciente registrada desde el inicio de la década. La caída respecto al máximo histórico de 2007 —93 mm de dólares, frente a 638 mm— fue consecuencia tanto de unos menores flujos de entrada como de importantes salidas de capital, y afectó principalmente a las inversiones de cartera y a los préstamos de bancos internacionales.

Las medidas de apoyo al sistema financiero se desplegaron rápidamente, a través de diversas actuaciones...

La crisis financiera de septiembre provocó la rápida aplicación de medidas orientadas a la estabilización del sistema financiero en las economías avanzadas. Además de la dotación ilimitada de liquidez por parte de los bancos centrales, estas medidas se instrumentaron, inicialmente, mediante la garantía pública de los depósitos bancarios —hasta un cierto límite—, la inyección de capital público para restaurar la solvencia de las instituciones financieras más importantes y el establecimiento de avales públicos sobre la deuda emitida por las entidades financieras; a estas medidas se añadieron otras destinadas al saneamiento de los balances bancarios y la gestión de activos dañados por la crisis (véanse recuadro 3.1 y la sección 1.3). En los países emergentes, donde los problemas estaban más relacionados con la financiación en divisas, se adoptaron medidas para aliviar la presión sobre el tipo de cambio y facilitar las necesidades de financiación en moneda extranjera, a través de líneas de financiación domésticas, con los principales bancos centrales (*swaps*) y con los organismos multilaterales.

... que han supuesto un alivio transitorio para los mercados, aunque están todavía lejos de normalizarse

Pese a que el sistema financiero se encuentra todavía lejos de su funcionamiento normal, la relativa estabilización de los mercados desde mediados de octubre hasta el cierre de este Informe es, sobre todo, reflejo del amplio abanico de medidas extraordinarias que evitaron una quiebra mayor de la confianza. No obstante, los amplios apoyos públicos no han evitado que el deterioro financiero se haya trasladado al sector real, de forma que la dinámica de los mercados ha estado dominada por las perspectivas de recesión, y que exista todavía una gran incertidumbre sobre la magnitud y la puesta en práctica de las medidas de política financiera anunciadas. Ello explica las tensiones todavía existentes en los mercados monetarios y de crédito, la ausencia de una senda clara de recuperación de las bolsas, los niveles elevados de volatilidad y el continuado deterioro de los indicadores en algunos mercados emergentes, que aún mantienen al sistema financiero en una situación de fragilidad. No obstante, a medida que las actuaciones públicas restauren paulatinamente la confianza de los inversores y de las entidades financieras, es de esperar que propicien el inicio de la recuperación.

A lo largo de 2008 y principios del año actual se han sucedido numerosas iniciativas destinadas a apoyar a entidades financieras con problemas. Estos planes de rescate se han desarrollado fundamentalmente en el ámbito nacional, aunque con un cierto grado de coordinación internacional, y han ido multiplicándose conforme la crisis financiera iba agravándose. Hasta el momento, la respuesta de las autoridades ha evitado un colapso financiero, si bien la situación dista mucho de haberse normalizado. Además, el carácter global de la crisis, la urgencia en el rescate de algunas instituciones de carácter sistémico, la elevada magnitud de las pérdidas y la incertidumbre sobre el alcance final de las mismas acabaron generando algunos elementos de improvisación y emulación en las respuestas de los distintos países. Este recuadro repasa brevemente las principales iniciativas de rescate financiero en el ámbito internacional, centrándose en las desarrolladas en Estados Unidos y en el Reino Unido, presenta una categorización de las mismas y trata de explicar los motivos que originaron cada una de las distintas etapas<sup>1</sup>.

Hasta septiembre de 2008, las autoridades fueron reaccionando caso por caso ante las entidades financieras con problemas, apoyando el mantenimiento de las que se consideraban sistémicas<sup>2</sup> e interviniendo el resto<sup>3</sup>. No obstante, conforme avanzaba el año el número de entidades en dificultades fue aumentando, así como la magnitud de las pérdidas respaldadas por el sector público. Esta tendencia se acentuó abruptamente tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers el 15 de septiembre, tras el fracaso en las negociaciones mantenidas para encontrar una solución con participación privada. Esta quiebra elevó notablemente los niveles de inestabilidad globales, poniendo de manifiesto la complejidad y la interconexión del sistema financiero internacional.

A partir de ese momento, los planes de rescate de las autoridades ya no se orientaron tanto al rescate de entidades concretas sino al del conjunto del sector financiero, que enfrentaba un serio riesgo de colapso en su funcionamiento. El tipo de medidas adoptadas fue cambiando, como consecuencia del agravamiento y la extensión de la crisis y de la extrema dificultad en hacer frente a la misma. El 3 de octubre, el congreso de los Estados Unidos aprobó el *Trouble Relief Asset Program* (TARP), que, en su versión inicial, pretendía aliviar las necesidades de financiación de las instituciones y restaurar el mecanismo de formación de precios de activos ilíquidos, mediante la compra por parte del Tesoro de activos con problemas de valoración. Sin embargo, las dificultades de implementación de esta medida a corto plazo, unidas al agravamiento de la situación y al surgimiento de otras iniciativas en otros países, hicieron que se abandonase la estrategia antes de que se empezara a aplicar.

1. Este recuadro se centra exclusivamente en las medidas de rescate financiero durante este período. En este sentido, no se comentan, entre otras, las medidas de política monetaria no convencional implementadas por parte de algunos bancos centrales. Un resumen de estas últimas iniciativas puede encontrarse en el *Informe de Estabilidad Financiera*, del Banco de España, publicado en mayo de este año. 2. Hasta mediados de septiembre las autoridades públicas apoyaron operaciones de rescate coordinadas con el sector privado en entidades como Bear Stearns, CountryWide, Merrill Lynch o AIG, y además proporcionaron líneas de crédito e inyección de capital público en Fannie Mae y Freddie Mac. 3. Además de la intervención en bancos de pequeño tamaño, destacan las intervenciones en Northern Rock e IndyMac.

En este contexto, el 8 de octubre el Tesoro británico anunció un plan de rescate del sector financiero, destinado a mejorar la captación de pasivo por parte de las entidades bancarias. Los principales elementos de este plan contemplaban inyecciones de capital en forma de acciones preferentes, previo cumplimiento de ciertas condiciones, y garantías públicas a la deuda emitida por estas entidades. Pronto varios países —entre ellos, muchos europeos— procedieron a implementar planes similares al británico. Además, el 14 de octubre, apenas 11 días tras su aprobación, el Tesoro americano anunció un cambio en la aplicación del TARP para permitir las inyecciones de capital y, adicionalmente, estableció un programa de garantías para las emisiones de deuda bancaria, respaldado por el Fondo de Garantía de Depósitos. Estas medidas, aunque eficaces para detener el rápido y grave deterioro de la situación financiera, no fueron suficientes para restaurar el funcionamiento normal de los mercados y recuperar la confianza de los agentes, no solo por el afloramiento de nuevas pérdidas ligadas a activos complejos, sino también por el drástico empeoramiento de la actividad observado desde finales de 2008. Al mismo tiempo, comenzaron a constatarse indicios de restricción en el crédito disponible al sector privado, a pesar de que los planes de rescate tenían entre sus objetivos el mantenimiento de la financiación de empresas y familias, lo que incrementó los riesgos de retroalimentación entre el deterioro financiero y el económico.

Así, a finales de año y principios de 2009 se inició una nueva etapa en los planes de rescate financiero, más ambiciosa tanto en términos de la cuantía de recursos comprometidos como en cuanto a su alcance. Varios países incorporaron una serie de iniciativas públicas destinadas al estímulo directo del crédito al sector privado; a la vez, se aprobaron fórmulas para poner límites a las pérdidas y aislar los activos dañados de los balances de las entidades financieras con el fin de restaurar la confianza en ellas. Sin embargo, la puesta en práctica de estas medidas no fue completamente homogénea. Así, en el Reino Unido se anunció un plan de protección de activos, por el que se establece un sistema de reparto de las pérdidas que se produzcan en la cartera de los bancos entre las entidades y el sector público. Por su parte, en Estados Unidos la nueva Administración anunció un nuevo plan de rescate, en el que, entre otras medidas, se incluye la creación de varios fondos para la adquisición de activos problemáticos, de forma que estos salgan del balance de las entidades. Estos fondos estarán gestionados por el sector privado, recayendo la mayor parte de su financiación en el sector público, que también asume la mayoría de los riesgos contraídos por el fondo. En un principio, la capacidad de compra de estos fondos ascenderá hasta 500 mm de dólares y se contempla su expansión potencial hasta un billón, si fuera necesario. Una parte de las compras se dedicará a préstamos, y otra, a activos financieros.

Recientemente, la influencia de los gobiernos en las decisiones adoptadas por aquellas entidades a las que se les ha suministrado un volumen de fondos significativo ha ido creciendo en la medida en que se ha introducido una mayor condicionalidad en estos programas, sin que ello implique que la gestión se haya trasladado al ámbito público. En esta línea, en algunos casos las autoridades han sustituido las participaciones preferentes sobre el capital de las entidades que tenían por acciones ordinarias, lo que en principio les confiere un mayor derecho de voto en la gestión de las mismas.



### 1.3 EL INTENSO AJUSTE DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

En 2008 la economía mundial registró un crecimiento del 3,2%, dos puntos menos que en 2007, fundamentalmente debido a la aportación de las economías emergentes

Hasta septiembre, la actividad en los países industrializados se fue debilitando, a través de diversos canales, mientras que en las economías emergentes la desaceleración fue moderada...

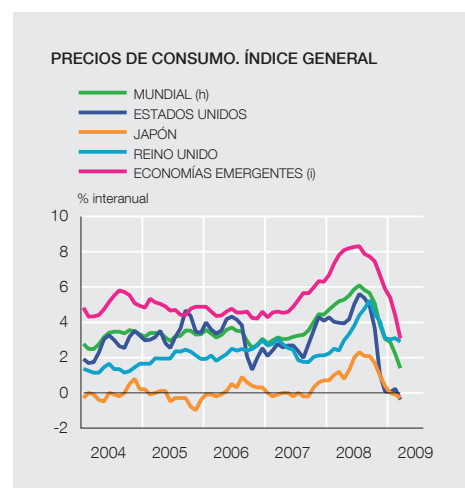
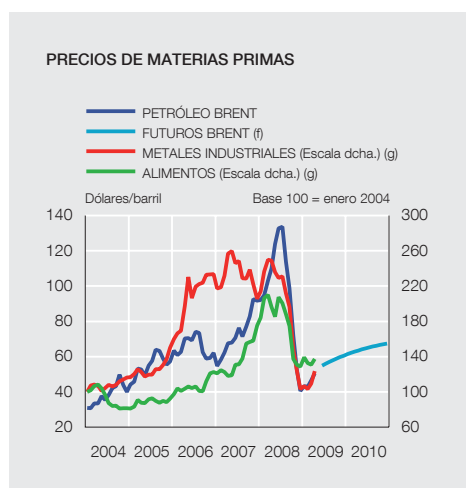
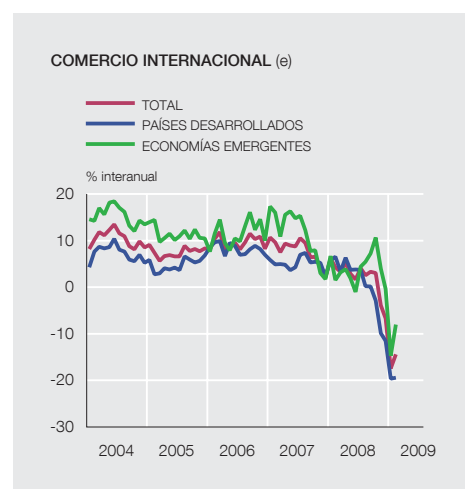
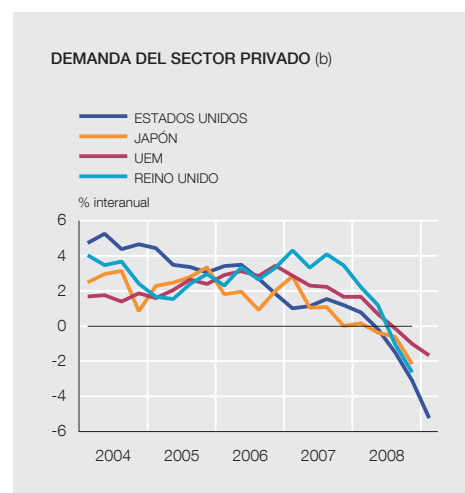
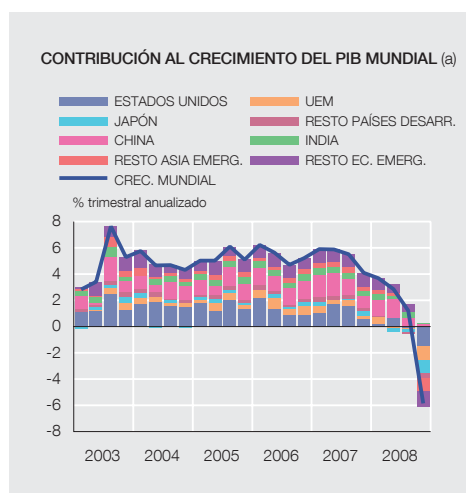
... pero a partir de ese momento, la actividad se contrajo a escala global

El estrés financiero de mediados de septiembre marcó el punto de inflexión entre una desaceleración gradual —aunque intensa, en las economías más desarrolladas— y un desplome muy acentuado y generalizado de la actividad a escala global. En el conjunto de 2008, la economía mundial se desaceleró considerablemente, creciendo 2 puntos porcentuales (pp) menos que en 2007, pero aun así registró un avance positivo del 3,2%. La intensidad del ajuste queda reflejada en el registro de tasas de crecimiento trimestrales negativas en un número creciente de economías avanzadas a lo largo de 2008, que supuso que muchas de ellas se encontraran en recesión al final de año (véase gráfico 3.4). Los países emergentes fueron, un año más, los motores fundamentales del crecimiento, al expandirse un 6,1%, frente a un 8,3% en 2007. En particular, China —con un avance del 9%— contribuyó con 1 pp al crecimiento mundial, mientras que el resto de Asia Emergente aportó seis décimas, y América Latina, cuatro más. En las economías industrializadas, el ritmo de expansión de la actividad fue muy débil en 2008 (un 0,9%, en comparación con el 2,7% en 2007), por lo que solo aportaron cinco décimas al crecimiento del PIB mundial. La economía de Estados Unidos pasó de crecer un 2% en 2007 a un 1,1% en 2008, debido al fuerte ajuste de la inversión residencial y del consumo privado; en el Reino Unido, la contracción de la inversión, especialmente la residencial, fue un factor relevante en la notable desaceleración de la actividad —del 3% al 0,7%—; mientras que la contracción observada en Japón —donde el crecimiento pasó del 2,4% al -0,6%— fue generalizada, debido a la fragilidad estructural que arrastra esta economía desde los años noventa.

En los tres primeros trimestres de 2008, la actividad en las economías industrializadas se fue debilitando, lastrada por el acentuado deterioro financiero y su impacto sobre los determinantes de la demanda del sector privado. En particular, la profundización del ajuste del sector inmobiliario en algunos países favoreció el mantenimiento de una espiral negativa entre la caída de los precios de la vivienda, el deterioro de la calidad del colateral de las instituciones financieras, las restricciones a la financiación y la desaceleración de la actividad económica, aunque el impacto del deterioro financiero sobre el sector real también se fue agudizando en otros ámbitos. Las condiciones efectivas de financiación tendieron a endurecerse a pesar de la relativa estabilidad de los tipos de interés oficiales, e incluso de su reducción en Estados Unidos. La confianza de los consumidores empeoró a medida que se deterioraban las perspectivas económicas, se incrementaba el desempleo y se reducía su riqueza, en un contexto de elevado endeudamiento de los hogares en muchos países. Por su parte, la confianza empresarial también disminuyó a medida que las perspectivas de demanda y los beneficios iban empeorando. Todo ello fue debilitando la demanda del sector privado en las economías industrializadas (véase gráfico 3.4) y provocó un paulatino ajuste de la actividad, que llevó la tasa de crecimiento interanual desde el 2,4%, en el último trimestre de 2007, hasta el 0,6%, en el tercero, y situó a numerosos países en una situación recesiva.

Por el contrario, en las economías emergentes, la relativa fortaleza de la demanda interna, combinada en algunos casos con los elevados precios de las materias primas, ayudó a sostener el ritmo de actividad. No obstante, tampoco estas economías fueron completamente inmunes ni a la caída de la demanda externa ni a las pérdidas de poder adquisitivo de los consumidores derivadas de la creciente inflación, por lo que también se desaceleraron en alguna medida.

La situación de extrema inestabilidad financiera hundió la confianza de los hogares y de las empresas a partir de septiembre. Ello, unido a unas condiciones crediticias aún más restrictivas, a la acentuada caída de la riqueza, por el ajuste más intenso de los mercados bursátiles, y a la destrucción de empleo, indujo un desplome de la demanda del sector privado y una contracción generalizada de la actividad económica, de intensidad y magnitud desconocidas en las últimas décadas. En este contexto, las principales economías industrializadas profundizaron su recesión, registrando tasas interanuales de crecimiento cercanas al -1,7% al final de



FUENTES: Datastream, Goldman Sachs, JP Morgan, PMI Premium, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Banco de España.

- a. Contribución, en puntos porcentuales, a la variación trimestral anualizada del PIB mundial.
- b. Crecimiento interanual de la demanda del sector privado (consumo + inversión) en términos reales.
- c. Agregado de Estados Unidos, UEM, Japón y Reino Unido.
- d. Variable normalizada: diferencia entre la variable y su media histórica, expresada en desviaciones estándar.
- e. Crecimiento interanual del volumen de las exportaciones.
- f. Futuros del Brent de la semana del 1 al 7 de mayo de 2009.
- g. Índices de Goldman Sachs.
- h. Agregado calculado a partir de datos de 47 países, que representan el 86% del PIB mundial.
- i. Agregado de 21 países emergentes de América Latina (5), Europa Central y del Este (3), Asia Emergente (7) y Sudáfrica.



2008. Por otra parte, los canales de transmisión de la crisis hacia las economías emergentes se activaron bruscamente por la caída de la demanda mundial, que contribuyó a una severa retracción del comercio, y por la fuerte reducción de los flujos de capitales, ante el recrudecimiento de las tensiones financieras, que se unieron a la abrupta reducción del precio de las materias primas iniciado en el verano, afectando de modo más intenso a aquellas economías con mayores necesidades de financiación exterior y más dependientes de la demanda externa. De este modo, en el cuarto trimestre de 2008 el PIB mundial se contrajo un 1,5% respecto al trimestre anterior y solo un número muy reducido de países —China entre ellos— mantuvo tasas de crecimiento positivas en ese período. En el primer trimestre de 2009, de acuerdo con los datos conocidos a fecha de cierre de este Informe, se habría producido una nueva caída intertrimestral, también generalizada, de magnitud similar.

El comercio internacional se vio especialmente afectado por la retracción de la demanda y el bloqueo de la financiación

Como se ha mencionado, el desplome de la demanda y la crisis financiera afectaron particularmente al comercio internacional (véase gráfico 3.4). La caída del volumen de comercio entre octubre y febrero fue muy aguda, de alrededor del 15% para las economías desarrolladas y del 19% para las emergentes. Como se analiza en el recuadro 3.2, a la contracción del comercio —más intensa de lo que se explicaría habitualmente por el descenso de la actividad global— podrían haber contribuido, en alguna medida, la escasez y el encarecimiento del crédito al comercio, especialmente en las economías emergentes, provocados por las dificultades de financiación en los mercados mayoristas. En el conjunto de 2008, el volumen de comercio mundial se desaceleró hasta el 3,3%, casi 4 pp menos que en 2007, y en febrero de 2009 registró una contracción interanual del 15%. De este modo, se perfila en 2009 una caída del comercio mundial, que sería la primera desde 1982.

Los precios de las materias primas reflejaron la evolución de la demanda y las perspectivas de crecimiento mundial...

La evolución de la inflación ha estado dominada por el auge y la posterior caída de los precios de las materias primas y por el deterioro de las condiciones globales de demanda. De hecho, la evolución de los mercados de materias primas reflejó en buena medida el cambio en las perspectivas de demanda, aunque perturbaciones de oferta y la evolución del tipo de cambio del dólar también desempeñaron un papel relevante. En la primera mitad de 2008, los precios siguieron ascendiendo, principalmente por el mantenimiento de unas perspectivas de demanda elevadas por parte de las economías emergentes y por algunos condicionamientos de oferta. En particular, el precio del petróleo tipo Brent se incrementó un 54%, en dólares, entre enero y julio —en euros, el incremento fue menor, de un 44%—, situándose por encima de los 145 dólares por barril, su máximo histórico (en términos nominales y reales). Los precios de los metales y de los alimentos se llegaron a incrementar un 19% y un 34%, respectivamente, en el mismo período. Sin embargo, en el mes de julio los precios de los productos primarios iniciaron una senda de rápido descenso, coincidiendo con un deterioro general en las expectativas de crecimiento mundial, que se exacerbó con la crisis financiera, a partir de septiembre. Así, pese a los sucesivos recortes de producción, el petróleo redujo su precio en un 66% en dólares, hasta cotizar en el entorno de 50 dólares por barril a finales de abril de 2009. La apreciación del dólar frente al euro frenó la caída en euros, que fue del 58% en ese período. Los precios de las materias primas metálicas también descendieron notablemente (38% entre julio de 2008 y abril de 2009, en dólares), así como los precios de los alimentos y de las materias primas agrícolas, reflejo no solo de los factores de demanda, sino también de las buenas cosechas. Por último, los metales preciosos, como el oro, vieron aumentar su precio desde septiembre, dado su carácter de activo refugio. En cualquier caso, desde principios del segundo trimestre se ha observado una recuperación de los precios de las principales materias primas.

... y determinaron en gran medida las amplias oscilaciones en las tasas de inflación

En este contexto, desde el inicio de 2008 la inflación mundial ha oscilado entre las tasas máximas de la última década, alcanzadas en el verano, y las más bajas desde marzo de 2004 (2,5%), alcanzadas en febrero de 2009 (véase gráfico 3.4). En la primera parte del año, las presiones infla-

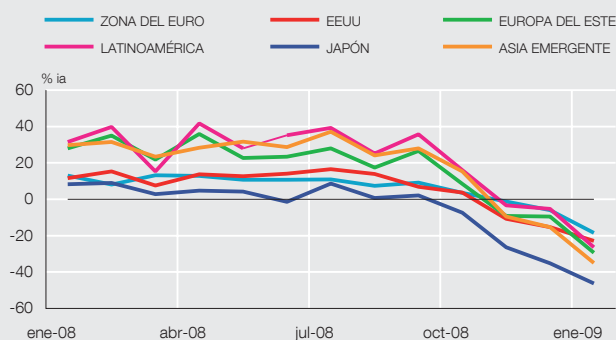
El comercio internacional ha experimentado una severa corrección a partir del último trimestre de 2008, con caídas del volumen comercial de alrededor del 6% mensual en noviembre, diciembre y enero (véase gráfico 3.4). Estas caídas, aunque generalizadas, han sido más intensas en Asia (véanse gráficos 1 y 2), donde son comparables a las ocurridas durante la crisis de 1998. De esta forma, el crecimiento del volumen de comercio mundial en 2008 (3,3%) ha sido sensiblemente inferior al del promedio de los últimos 20 años (7%) y los principales organismos internacionales esperan una contracción en el entorno del 10% para 2009, que sería la primera desde 1982 y mucho más acusada que entonces.

Gran parte del desplome del comercio internacional puede explicarse directamente por la fuerte caída de la actividad económica global a partir del cuarto trimestre de 2008 (estimada en el 5,9% trimestral anualizada). Sin embargo, aunque el comercio tiende a ser más volátil que la actividad, el gráfico 3 muestra que la caída del volumen de comercio en el último trimestre de 2008 ha sido significativamente mayor que lo que se esperaría a partir de la relación histórica entre este y el crecimiento del PIB mundial. El elevado grado de deslocalización y la segmentación de los procesos de producción entre países, fruto del proceso de integración de las cadenas de producción globales que se ha desarrollado a lo largo de las últimas décadas,

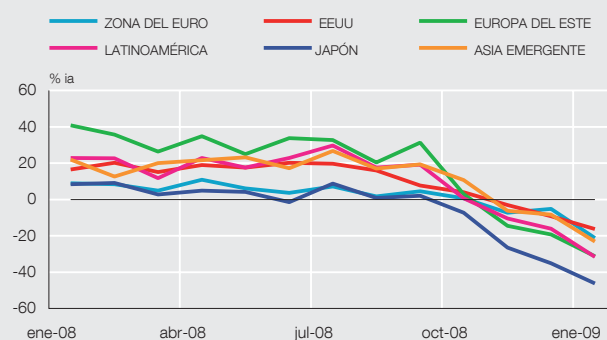
puede explicar una mayor respuesta del comercio a las caídas en la demanda que en el pasado. Además, el hecho de que el frenazo de la demanda haya estado sesgado hacia los bienes duraderos, sobre todo automóviles, cuyas cadenas de producción tienden a estar más fragmentadas internacionalmente, es otro elemento que se ha de tener en cuenta al explicar la caída extraordinaria del comercio en relación con la actividad; no obstante, aun teniendo presentes estas consideraciones, la caída del comercio sigue apareciendo desproporcionada.

Un factor adicional que podría haber contribuido a la brusca contracción de los flujos de comercio en el último trimestre de 2008 es el bloqueo de la financiación al comercio (*trade finance*), derivada de los problemas en los mercados financieros, que se agravaron drásticamente a partir de ese momento. La financiación al comercio apoya —a través de financiación directa o indirecta, seguros o garantías— entre el 80% y el 90% de los aproximadamente 14 billones de dólares en bienes que se exportan cada año y ha sido reconocida como un factor fundamental en la expansión del comercio en las últimas décadas, en particular para los países emergentes, que cuentan con más restricciones de financiación. Las formas más comunes de financiar el comercio son el crédito documental (especialmente, cartas de crédito), el crédito comercial y, cada vez más, los préstamos sindicados (sobre todo, para materias primas) y la financiación estructurada, a

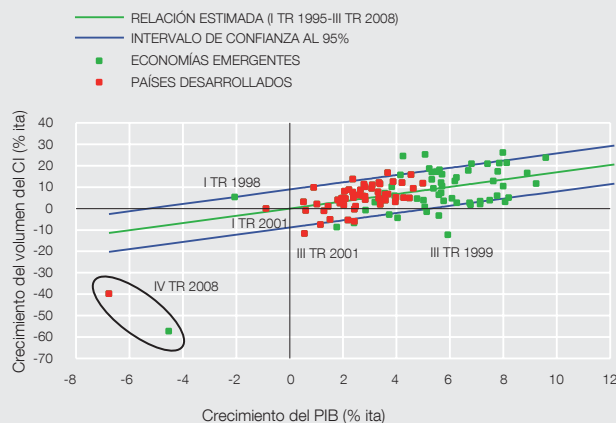
1 IMPORTACIONES



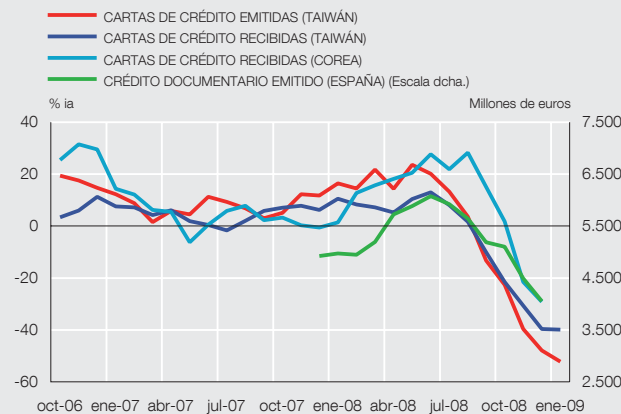
2 EXPORTACIONES



3 CRECIMIENTO GLOBAL Y VOLUMEN DE COMERCIO INTERNACIONAL (I TR 1995-IV TR 2008)



4 CARTAS DE CRÉDITO Y CRÉDITO DOCUMENTARIO EN COREA, TAIWÁN Y ESPAÑA



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

través de titulaciones (*forfaiting* y *forwarding*). Además de proveer financiación para la importación y la exportación, estos productos permiten la cobertura de riesgos —comerciales, de tipo de cambio o político-institucionales— o la provisión de capital circulante.

La financiación al comercio se caracteriza por estar sesgada hacia el corto plazo y exigir importantes requerimientos de colateral y documentación, y lleva aparejada, normalmente, un bajo riesgo. Probablemente por ello, este mercado sorteó relativamente bien las turbulencias financieras de finales de 2007 y la primera mitad de 2008, aunque la Organización Mundial del Comercio alertó en ese período de un cierto incremento en los costes y de restricciones de liquidez para algunos países. Sin embargo, existe cierta evidencia de que el recrudescimiento de la crisis financiera a partir de septiembre de 2008 ha afectado particularmente a este mercado, que continúa en serias dificultades. En primer lugar, desde septiembre se ha incrementado notablemente la dificultad para obtener cartas de crédito —especialmente, en Asia—, y las pocas empresas que las conseguían veían cómo estas cartas de crédito eran rechazadas por desconfianza en los bancos emisores: el gráfico 4 muestra el fuerte desplome desde octubre en la emisión de cartas de crédito en Taiwán (para importación y exportación) y Corea (solamente exportación), así como la caída del crédito documentario en España. Por último, la financiación no intermediada —el crédito directo entre empresas— es probable que también se haya visto severamente afectado, a juzgar por la evolución reciente del crédito comercial en la mayoría de países.

Si bien esta evidencia fragmentaria apunta a una caída de la financiación al comercio a partir del cuarto trimestre de 2008, no permite distinguir cuánto se debe a una menor oferta de financiación y cuánto a una menor demanda de crédito por parte del sector. Encuestas realizadas recientemente entre los principales financiadores bancarios<sup>1</sup> han constatado la existencia de restricciones de oferta en la financiación al comercio. Las restricciones habrían sido más intensas en las economías emergentes —especialmente en Asia, lo que sería coherente con la fuerte contracción de sus flujos comerciales en

relación con otras áreas—, mientras que no se habrían observado aún en los países desarrollados. También pusieron de manifiesto el fuerte incremento del coste de este tipo de financiación —pasando de entre 10 y 20 pb por encima del LIBOR, de media, hasta entre 250 y 300 pb—. Además, los bancos encuestados esperaban que estas tendencias se prolongaran a lo largo de 2009.

La falta de crédito al comercio responde a motivos análogos a los de otros mercados de financiación, pero presenta unas características propias que podrían dificultar más su reactivación. En primer lugar, en la dinámica actual de desapalancamiento, los proveedores de crédito han tendido a retirar recursos de estos mercados, que incluyen mayoritariamente financiación a corto plazo, puesto que otros segmentos de financiación de más largo plazo tienen esos recursos comprometidos. Segundo, el sector de financiación al comercio se encuentra muy concentrado y muchas de las instituciones que operaban en él han estado entre las principales afectadas por la crisis financiera, de forma que se han retraído de este segmento del mercado o incluso han desaparecido. Tercero, los planes de ayuda al sector financiero se han centrado en el mantenimiento del flujo de crédito interno, lo que podría dejar la financiación al comercio en situación de relativa desventaja.

En definitiva, aunque hasta el momento no hay evidencia robusta de cuál ha podido ser la contribución del bloqueo de la financiación a la caída del comercio internacional, si esta no se recuperara, podría tener implicaciones negativas para la reactivación de la economía mundial, tanto a corto como a largo plazo. En el corto plazo, la falta de financiación al comercio podría dificultar el restablecimiento del pleno funcionamiento de las cadenas de producción globales y de los flujos comerciales. Debe tenerse en cuenta que muchos de estos procesos productivos tienen sus primeras etapas en Asia, donde la falta de financiación al comercio parece haber sido más acusada. En el medio plazo, si las restricciones se prolongaran, las cadenas de producción internacional tenderían a reubicarse hacia el terreno nacional o hacia países que, sin ser los más eficientes en la producción, tengan una ventaja comparativa en el acceso a la financiación. Esto supondría una importante pérdida de eficiencia en la utilización de los recursos a nivel global y un paso atrás en la globalización. El reciente acuerdo del G 20 de dotar recursos por 250 mm de dólares para reactivar la financiación del comercio es un reconocimiento de la relevancia de estas consideraciones en la salida de la crisis (véase recuadro 3.3).

1. La primera encuesta fue realizada por el Fondo Monetario Internacional conjuntamente con la *Bankers Associations for Finance and Trade* (BAFT). Posteriormente, la encuesta realizada por la *International Chamber of Commerce* refuerza la idea de que existen problemas de financiación al comercio, por el lado de la oferta.

cionistas aumentaron considerablemente, en consonancia con el incremento de los precios del petróleo y de los alimentos, aunque en las economías industrializadas apenas se trasladaron a la inflación subyacente. En julio, la tasa de inflación mundial fue del 6,1% interanual, 1,4 pp más que al comienzo del año. En las economías emergentes, las presiones inflacionistas fueron aún mayores (la tasa interanual alcanzó el 8,3% en julio) —por el mayor peso de los alimentos en la cesta de consumo, la mayor contribución relativa de las materias primas al valor final de los productos y, en algunos países, por las presiones de la demanda interna— y se trasladaron parcialmente a la inflación subyacente, lo que propició que las políticas monetarias adoptaran un tono más restrictivo, a diferencia de lo que ocurría en la mayoría de países desarrollados.

En la segunda parte del año, la corrección del precio de las materias primas y la caída de la demanda contribuyeron a la rápida convergencia de la inflación hacia tasas muy reducidas y, en el caso de algunas economías desarrolladas, por debajo de sus objetivos de política monetaria. El ejercicio se cerró con una tasa de inflación promedio mundial del 3,1%, sustancialmente menor que la del año anterior, situándose cerca de cero en Estados Unidos y en Japón. Esta tendencia se ha prolongado al inicio de 2009, acentuada por el efecto base de la subida de las materias primas al comienzo de 2008, de forma que la inflación se ha llegado a situar en territorio negativo en algunas economías desarrolladas. Cabe subrayar, en cualquier caso, que las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido bien ancladas en las principales economías industrializadas a lo largo del año.

Los desequilibrios globales se redujeron levemente en la segunda mitad de 2008 y el proceso de acumulación de activos exteriores de las economías emergentes se ralentizó

Los desequilibrios globales, medidos en términos de los saldos exteriores, siguen siendo sustanciales, si bien se vislumbró una corrección a partir del segundo semestre de 2008. La suma de los superávits por cuenta corriente globales alcanzó los 1,3 billones de dólares en 2008, manteniéndose en el 2,1% del PIB mundial (véase gráfico 3.5). Desde el verano de 2008, la mayor debilidad de la demanda interna en Estados Unidos, junto con la reducción de la factura energética, fueron los factores que incidieron en la disminución de su déficit comercial y por cuenta corriente, al tiempo que los superávits de algunas regiones —América Latina, Asia Emergente (excluyendo China) y los países exportadores de petróleo— se redujeron, como consecuencia de la desaceleración del comercio mundial y de la caída del precio de las materias primas. La excepción más llamativa es China, donde el superávit por cuenta corriente continuó aumentando, aunque a un ritmo menor que en los años pasados.

Asimismo, el ajuste de los tipos de cambio efectivos reales entre enero de 2008 y marzo de 2009 no ha sido, en muchos casos, coherente con la corrección de los desequilibrios globales (véase gráfico 3.3). Así, aunque con notables oscilaciones en el período considerado, el dólar estadounidense se apreció y las monedas de las economías emergentes tendieron a depreciarse, con la excepción del renminbi chino. Por último, el intenso proceso de acumulación de reservas y activos en fondos soberanos por parte de algunas economías emergentes se frenó a lo largo de 2008, debido a la brusca caída del precio del petróleo en la segunda parte del año y al uso de parte de las reservas internacionales para sostener los tipos de cambio o reducir su volatilidad en el último trimestre.

#### 1.4 LA RESPUESTA DE POLÍTICA ECONÓMICA

La respuesta de política económica ha sido cada vez más amplia y contundente, al hilo del deterioro de las condiciones económicas

Las acciones de política económica han sido cada vez más contundentes en su cuantía e instrumentación y más amplias en su cobertura geográfica, produciéndose un salto, cualitativo y cuantitativo, a partir de septiembre de 2008. En un principio, tras el inicio de las turbulencias en 2007, la provisión de liquidez a los bancos para paliar su escasez en los mercados interbancarios, las reducciones de los tipos de interés en algún caso y los rescates financieros esporádicos marcaron el tono de la respuesta de las autoridades en las economías desarrolladas. Pero, a partir del cuarto trimestre de 2008, la respuesta de política económica pasó a ser extraordinariamente intensa en los distintos ámbitos de actuación —financiero, monetario y fiscal—, complementándose y reforzándose entre sí, e implicando a un número mucho mayor de países. Estas actuaciones se orientaron a estabilizar los mercados financieros y a frenar el desplome de la demanda agregada con el objetivo de restaurar la confianza de los agentes privados y quebrar la interacción entre los problemas del sector financiero y los del sector real.

La evolución de los tipos de interés oficiales estuvo condicionada por el comportamiento de la inflación...

En lo que se refiere a las políticas monetarias, la evolución de los tipos de interés oficiales desde inicios de 2008 estuvo condicionada por la evolución de los precios. Durante la primera mitad del año, el aumento generalizado de la inflación planteó una situación compleja para la mayoría de autoridades monetarias de las economías desarrolladas, enfrentadas a crecientes presiones inflacionistas, por un lado, y a riesgos de desaceleración económica y de ines-

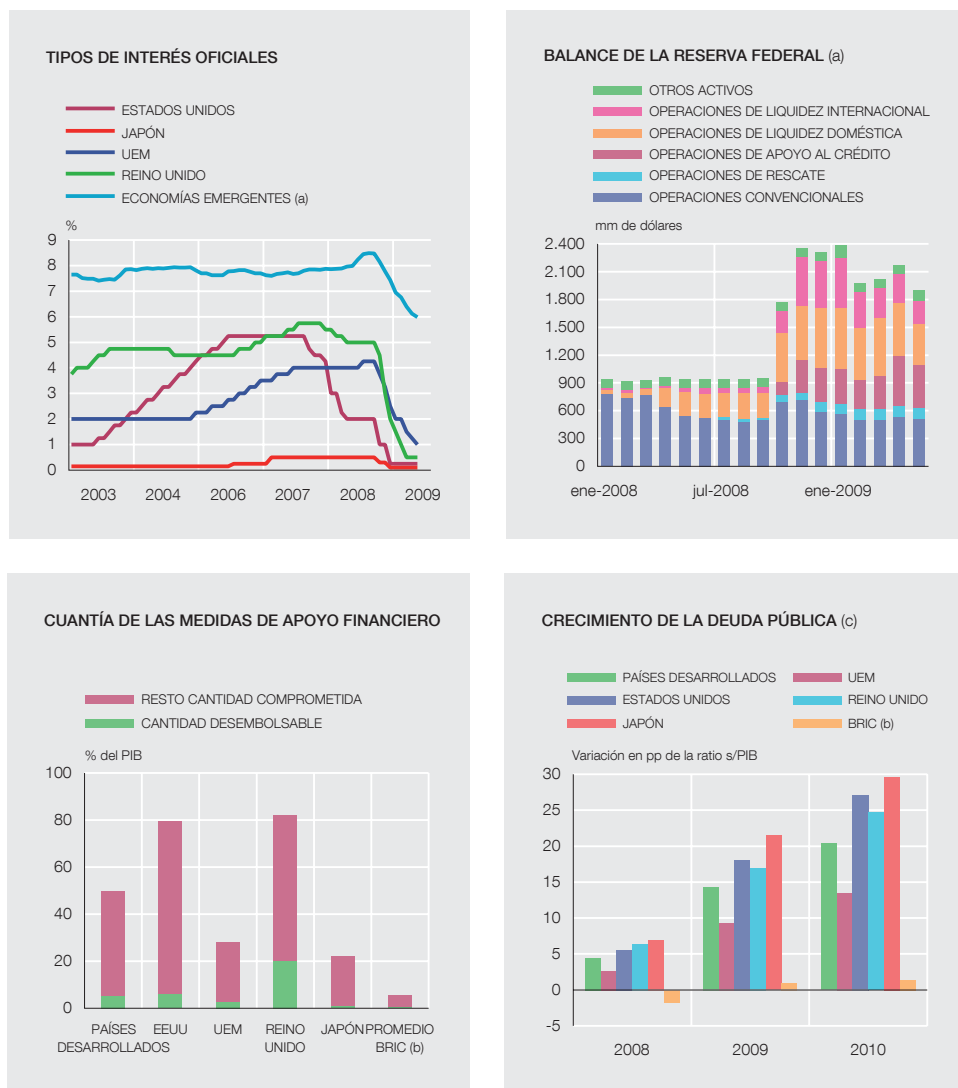


FUENTES: Datastream y Fondo Monetario Internacional (WEO).

- a. Países de la OPEP más Rusia y Noruega.
- b. Agregados de países según la definición del Fondo Monetario Internacional (WEO).
- c. Datos en porcentaje del PIB. (+) superávit, (-) déficit.
- d. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- e. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.

tabilidad financiera, por otro. En estas circunstancias, la respuesta inicial fue heterogénea. En Estados Unidos, la reducción de los tipos oficiales fue rápida y sustancial desde finales de 2007, salvo una pausa en los meses centrales del año pasado, en un contexto de fuerte inestabilidad en los mercados financieros. En contraposición, los movimientos de tipos en otras economías industrializadas fueron de menor intensidad y, en algunos casos, en diferente sentido. Por su parte, en las economías emergentes se produjo un endurecimiento generalizado del tono de las políticas monetarias.

El rápido descenso de los precios de las materias primas desde el mes de julio y la intensificación de la crisis financiera en septiembre modificaron radicalmente el contexto de decisión de las autoridades monetarias, otorgando un mayor peso a los riesgos sobre la estabilidad financiera, en medio de signos claros de desaceleración económica, incluso



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

- a. Operaciones convencionales: incluye bonos del Tesoro, crédito primario y *repos*. Operaciones de rescate: apoyo a Bear Stearns y AIG. Operaciones de apoyo al crédito: compra de deuda de las agencias hipotecarias, activos de titulación hipotecaria emitidos por esas agencias, TALF y facilidades de apoyo al mercado monetario (AMLF) y al mercado de papel comercial (CPFF). Operaciones de liquidez doméstica: incluye el TAF, TSLF, PDCF. Operaciones de liquidez internacional: *swaps* de divisas con otros bancos centrales.
- b. Agregado de Brasil, Rusia, India y China.
- c. Incremento esperado de la deuda en cada año respecto a 2007.

de recesión. Se produjeron fuertes reducciones de los tipos de interés oficiales, dentro de una secuencia de acciones que incluyó un recorte coordinado y sin precedentes de 50 puntos básicos (pb) por parte de los bancos centrales más importantes — con excepción del Banco de Japón — en octubre (véase gráfico 3.6). A esta tendencia se incorporó, con distinto ritmo e intensidad, la mayoría de las economías emergentes, aunque, en un principio, en algunas de ellas la relajación monetaria estuvo limitada por los riesgos de acentuar la depreciación de los tipos de cambio e incrementar las salidas de capitales. A pesar de ello, los recortes de los tipos de interés oficiales tuvieron un efecto limitado sobre las condiciones de financiación. Por un lado, la caída generalizada de la inflación tendía a contrarrestar su impacto sobre los tipos de interés reales, que a pesar de ello se mantuvieron sustancialmente por debajo de los niveles previos al inicio de las turbulen-

cias, en 2007. Por otro lado, la transmisión de los menores tipos de interés oficiales chocó con el mantenimiento de unas condiciones muy restrictivas de concesión de crédito a hogares y empresas.

... y su fuerte reducción los ha situado cerca de cero en la mayoría de economías industrializadas, dando paso al uso de instrumentos no convencionales y a la expansión del balance de los bancos centrales

La drástica reducción de los tipos de interés oficiales los situó muy cerca de cero en la mayor parte de las economías industrializadas, por lo que las autoridades monetarias han debido recurrir a otro tipo de medidas, no convencionales, para tratar de conseguir que la relajación del tono de la política monetaria se trasladara a las condiciones de financiación efectivas de los agentes. Así, además de mantener una provisión prácticamente ilimitada de liquidez a las instituciones financieras, los principales bancos centrales del entorno exterior del área del euro empezaron a intervenir directamente para apoyar a los mercados de crédito mediante la compra de activos privados o el otorgamiento de crédito y garantías a intermediarios en determinados mercados. Asimismo, iniciaron la compra de bonos públicos para presionar a la baja los tipos de interés a largo plazo. Estas acciones hicieron que el tamaño de los balances de los bancos centrales, que se había mantenido estable hasta septiembre —aunque su composición de activos hubiera variado—, se expandiera significativamente (véase gráfico 3.6). En el caso de Estados Unidos, otro tipo de actuaciones, relacionadas directamente con el apoyo a algunas instituciones financieras, implicaron también un aumento del balance de la Reserva Federal. De este modo, en la primera parte de 2009 los balances de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra se habían más que duplicado respecto a septiembre, aunque en los últimos meses se ha observado una moderada reducción; en todo caso, las medidas aprobadas en marzo podrían duplicarlos adicionalmente. Este conjunto de medidas subrayan el papel clave de los bancos centrales en el apoyo al sector financiero y la dilución de los límites entre política monetaria y financiera. Como resultado de las acciones de apoyo directo a determinados segmentos de los mercados crediticios, los diferenciales de rentabilidad de esos activos han experimentado cierta corrección respecto a los niveles alcanzados al inicio del cuarto trimestre de 2008.

Las políticas de apoyo al sector financiero han abarcado diferentes tipos de actuaciones, incluyendo garantías, inyecciones de capital y compras de activos

Durante la primera parte de 2008, las políticas de apoyo al sector financiero mostraron una continuidad con las desarrolladas desde el inicio de las turbulencias, a mediados del año anterior. Por un lado, como se ha señalado, los bancos centrales mantuvieron su apoyo a la liquidez del sistema, en un contexto de notable desconfianza entre las entidades financieras, para mitigar el bloqueo de los flujos de financiación. Por otro lado, algunas entidades con problemas fueron rescatadas mediante la intervención pública (Northern Rock, en Reino Unido) o mediante el apoyo a operaciones con el sector privado (Bear Stearns o Countrywide, en Estados Unidos).

Tras el desencadenamiento de la crisis financiera de septiembre, la respuesta de las autoridades se hizo más amplia, contundente y coordinada, abarcando diversos tipos de actuaciones; entre ellas, la extensión de garantías públicas a los depósitos bancarios, las inyecciones de capital público y la compra o aseguramiento de activos, asumiendo en los dos últimos casos que el sector público soportaría la mayor parte de las pérdidas que pudieran materializarse (véase recuadro 3.1). Además, las dificultades del sector financiero para cumplir satisfactoriamente, en esas circunstancias, con su función de intermediación financiera propiciaron que las autoridades instrumentaran también medidas de estímulo directo del crédito a ciertos sectores estratégicos, como el del automóvil o las pequeñas y medianas empresas. Dos elementos que cabe destacar de la respuesta a la crisis son, en primer lugar, la elevada cuantía de los fondos implicados en los programas de apoyo financiero y, en segundo lugar, la aparición de ciertos mecanismos de coordinación de la respuesta de las distintas autoridades nacionales, ante la naturaleza global de los problemas enfrentados. En este sentido, es destacable la emergencia del G 20 como foro de discusión y coordinación de la respuesta a la crisis, no solo a nivel financiero, sino también de política económica en general (véase recuadro 3.3).



La crisis internacional está teniendo profundas consecuencias para el sistema económico y financiero global, que han dado lugar a una revisión de los tres grandes pilares de la arquitectura financiera internacional: el esquema de coordinación de las decisiones de política económica, dando un papel central al G 20; los aspectos supranacionales del marco de regulación y supervisión financieras; y las instituciones financieras internacionales. En este recuadro se analizan los principales elementos de esta revisión y el papel de España en este proceso.

Un primer elemento del proceso de reforma es el papel central que ha asumido el G 20. El carácter global de la crisis y la magnitud y rapidez de su transmisión entre países han puesto de manifiesto las limitaciones del G 7 como foro de decisión y la necesidad de una mayor concertación internacional, que incluya no solo a las economías avanzadas, sino también a los países emergentes en la toma de decisiones. El nuevo papel de liderazgo del G 20 se hizo explícito con la primera cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de los países integrantes de este grupo, el 15 de noviembre de 2008, y se reafirmó con la segunda, celebrada el pasado 2 de abril de 2009 —que fueron precedidas por encuentros a nivel de Ministros y Gobernadores—. En estas reuniones se ha abordado directamente la coordinación de las políticas macroeconómicas y financieras, orientadas a facilitar la salida de la crisis, con un énfasis especial en la implementación de un esfuerzo fiscal coordinado y la puesta en práctica de programas de apoyo al sector financiero, que faciliten la normalización de los mercados y permitan restituir los flujos de financiación.

Asimismo, en las cumbres de Jefes de Estado y en las reuniones de Ministros se han marcado las directrices de las reformas que se han de implementar en el ámbito de la regulación financiera y del sistema financiero internacional, mediante el establecimiento de programas de trabajo detallados. En apoyo a estos trabajos, se crearon cuatro grupos de trabajo en el seno del G 20: sobre regulación, cooperación internacional e integridad de mercados financieros, Fondo Monetario Internacional (FMI) y bancos de desarrollo. Cada uno de ellos ha estado copresidido por representantes de un país emergente y de uno desarrollado, y en ellos han participado las instituciones financieras internacionales. Cada grupo ha avanzado en el diseño de las reformas y las respuestas a la crisis global y ha llevado la discusión técnica directamente al G 20, en paralelo con los órganos ejecutivos de las instituciones financieras internacionales.

España no es miembro del G 20, pero ha sido invitada a participar en las cumbres de Jefes de Estado y de Gobierno, en reconocimiento del peso de su economía y de su sistema financiero, que la sitúan entre las diez primeras economías del mundo. Además de participar en las cumbres, España ha tenido una contribución destacada en distintos foros europeos e internacionales, en los que se ha trabajado en la convergencia hacia posiciones comunes para el proceso de reforma. En este sentido, además de los Consejos Europeos y de las reuniones del ECOFIN, cabe destacar la participación española en la reunión de líderes europeos de Berlín, el 22 de febrero, y en la reunión de ministros iberoamericanos de Oporto, el pasado 2 de marzo, así como —a nivel más técnico— el trabajo realizado desde las presidencias del Comité de Relaciones Internacionales del Banco Central

Europeo y del Grupo de Trabajo sobre prociclicidad del Comité Económico y Financiero.

En relación con los cambios en el marco de regulación y supervisión financieras, se considera necesario que incorporen la mayor interrelación entre los distintos sistemas económicos y financieros nacionales. El G 20 está impulsando múltiples reformas en este campo, que van en esta dirección y en la de reforzar los esquemas de coordinación internacional. Con carácter general, estas reformas se enfrentan al reto de alcanzar un adecuado equilibrio entre, por un lado, evitar caer en un exceso de regulación —dificultad paralela a la determinación de los límites del impulso fiscal o de la intervención del sector público en el sistema financiero— y, por otro, lograr la implementación efectiva de las medidas que se propongan, lo que exige un alto grado de coordinación internacional para estandarizar principios rectores y normas básicas, y garantizar el seguimiento y control de las medidas adoptadas.

En este sentido, un pilar de la reforma es la creación del Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, FSB), sucesor del FSF (*Financial Stability Forum*). El FSB, que nace ampliado para incluir a los países del G 20 que no eran miembros del FSF<sup>1</sup>, a España y a la Comisión Europea, se configura como el foro de referencia en la regulación financiera internacional, hasta el punto de haber sido calificado por algunas voces autorizadas como la cuarta institución del sistema financiero internacional, junto con las creadas en la conferencia de Bretton Woods: el FMI, el Banco Mundial y la OMC. Su creación permite alinear la realidad de un sistema financiero global y altamente interconectado con un marco regulatorio concertado e inclusivo, actualizando estructuras obsoletas que excluían a las economías emergentes. De nuevo, la pertenencia de España al FSB supone el reconocimiento de su peso en el sistema financiero internacional.

Los ámbitos de revisión de la regulación y supervisión financieras incluyen: (i) la mejora de la transparencia de los mercados y la ampliación del marco de regulación y supervisión a todas las instituciones y mercados relevantes para la estabilidad del sistema financiero (entendido en un sentido amplio, se inscriben en este ámbito las distintas iniciativas para reforzar o incluir en el marco regulatorio a paraísos fiscales, agencias de calificación de riesgos y *hedge funds*, o la exigencia de transparencia en la exposición a productos fuera de balance); (ii) la reducción de la prociclicidad del sistema financiero y de la normativa de solvencia, de forma que los requerimientos de capital y estándares contables contribuyan a salvaguardar la solvencia del sistema, en lugar de amplificar los efectos de las crisis (en esta área se ha prestado especial atención al esquema de provisiones dinámicas aplicado por el Banco de España); (iii) la introducción de un enfoque macroprudencial en la supervisión, de forma que, más allá de la posición financiera y contable de la entidad, se tenga en cuenta el riesgo sistémico que pueda producir; (iv) el reforzamiento de la coordinación internacional de la

1. Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Arabia Saudita, África del Sur y Turquía.



supervisión y la vigilancia del sistema financiero, incluyendo la activación de colegios de supervisores para los grupos bancarios transnacionales y la creación de un sistema de alerta temprana de riesgos financieros (*early warning exercise*) elaborado conjuntamente por el FMI y el FSB, y (v) la adopción de principios para los esquemas de remuneración de los directivos de las instituciones financieras, de forma que se adapten mejor al horizonte temporal de los riesgos asumidos.

Respecto a la reforma de las instituciones financieras internacionales (IFI), el G 20 ha impulsado una significativa ampliación de sus recursos, de hasta 1,1 billones de dólares (500 mm de dólares adicionales para el FMI, como se detalla más abajo, además de una emisión de 250 mm de DEG por parte de esa institución, 100 mm en préstamos adicionales de los bancos de desarrollo y 250 mm para apoyar la financiación al comercio internacional), y una adaptación de sus políticas, para que puedan afrontar con mayores garantías los nuevos retos que la crisis impone. La rápida respuesta que se está produciendo en las IFI parte del reconocimiento de la necesidad de un enfoque multilateral para hacer frente a una crisis que es global y de la necesidad de dar apoyo financiero a las economías emergentes y en desarrollo, que se están viendo muy afectadas por una crisis originada en las economías avanzadas. En este sentido, otro elemento común a la reforma de las instituciones son las propuestas para adaptar su gobernabilidad, con el objetivo de que reflejen mejor la importancia económica de los países y aumente el peso de las economías emergentes y en desarrollo (cambiando una representación determinada por la inercia histórica).

En el caso del FMI, destacan tres grandes reformas: la ampliación de sus recursos, la revisión de sus políticas de préstamo y la mejora de su política de vigilancia (*surveillance*).

La comunidad internacional ha decidido triplicar los recursos para préstamos del FMI, aportando de forma inmediata 250 mm de dóla-

res (mediante contribuciones bilaterales), y a corto plazo hasta 250 mm adicionales, a través de la ampliación del NAB (*New Arrangements to Borrow*). Se mantiene, además, abierta la opción de que el FMI se endeude en el mercado. Entre las contribuciones bilaterales, Japón dio el primer paso con una contribución de 100 mm de dólares, formalizada en febrero de 2009; la Unión Europea le ha seguido, tras aprobar en el Consejo Europeo del 19 y 20 de marzo aportaciones voluntarias de los Estados miembros, hasta alcanzar una contribución conjunta de 75 mm de euros (la contribución española alcanzaría los 4,1 mm de euros).

En cuanto a las políticas de préstamo, el FMI —adaptando el marco de utilización de sus recursos— está ampliando los límites de acceso y revisando la condicionalidad de sus programas, aspecto este último en el que se refuerza el principio de titularidad nacional (*ownership*) y se acotan a un número reducido los criterios de ejecución, centrándolos en aquellos que sean críticos para la resolución de la crisis. Por otro lado, se ha aprobado una nueva facilidad financiera, la FCL (*Flexible Credit Line*), de carácter preventivo, que permite un acceso rápido a un gran volumen de recursos, con un esquema de condicionalidad ex-ante, de forma que el país puede acceder a los recursos del FMI de acuerdo con una precalificación, basada en la aplicación de políticas económicas sanas y en la existencia de buenos fundamentos.

Por último, en la política de vigilancia, el FMI ha avanzado en la integración de la supervisión financiera en los artículos IV de los países, en la potenciación del análisis de los vínculos entre el sector real y financiero, y en la detección temprana de riesgos, a través de la activación de un nuevo ejercicio de alerta temprana realizado en coordinación con el FSB. También se plantea que la realización de los Programas de Evaluación del Sector Financiero (FSAP) sea más regular, con el compromiso de que se lleven a cabo, al menos, en todos los países del G 20, que también los utilizarán para revisiones inter pares en el seno del FSB.

La política fiscal ha sido, en general, la última herramienta en ser utilizada y en cuantías diferentes por países

Con la notable excepción de Estados Unidos, hasta el último trimestre de 2008 no se instrumentaron medidas discrecionales de estímulo fiscal como respuesta al agravamiento de la situación económica y financiera. No obstante, la desaceleración económica —con la consiguiente activación de los estabilizadores automáticos— y las dificultades del sector financiero acompañadas por los ajustes del sector inmobiliario en algunos países —que propiciaron una merma de los ingresos fiscales derivada de la devaluación de los activos reales y financieros— fueron deteriorando las posiciones fiscales en la mayoría de las economías desarrolladas ya desde el inicio del ejercicio. Tras la eclosión de la crisis, la expansión fiscal se presentó como uno de los instrumentos de política económica y de estímulo a la actividad potencialmente más efectivo para hacer frente al deterioro de la confianza de los agentes privados, dada, además, la escasa o nula presión al alza sobre los tipos de interés, que, en las circunstancias actuales, ejercería una expansión fiscal en el corto plazo. De esta forma, durante el último trimestre de 2008 y el inicio de 2009 se sucedieron los planes de estímulo fiscal, en una cuantía muy diferente por países, aunque su aplicación ha sido generalizada. En el con-

junto de economías desarrolladas, se estima que el tamaño del estímulo se ha situado en torno al 0,6% de su PIB en 2008 y alcanzará el 1,5% en 2009 y el 1,7% en 2010 (véase gráfico 3.1), destacando el activismo de Estados Unidos.

En las economías emergentes el impulso fiscal también ha sido considerable, aunque más tardío que en las industrializadas

En algunas economías emergentes, el encarecimiento de los productos primarios y su impacto social indujeron medidas de apoyo al consumo, que dieron lugar a un empeoramiento de los saldos fiscales en la primera mitad del año. A partir del verano, la reversión de los precios de las materias primas supuso un freno al crecimiento de los ingresos para los exportadores de materias primas. Aunque relativamente más tardío que en las industrializadas, el impulso fiscal en las economías emergentes se prevé que tenga una intensidad superior en 2009 y similar en 2010, destacando China, Rusia y Arabia Saudita. En concreto, para las economías pertenecientes al G 20 el impulso alcanza un 0,4% de su PIB en 2008, un 2,3% en 2009 y un 1,6% en 2010. La cautela inicial pudo reflejar, en parte, las dificultades potenciales de financiación de los planes fiscales tras la brusca caída de los flujos de financiación exterior.

El impulso fiscal ha estado sesgado hacia medidas de gasto público, especialmente en infraestructuras

La composición de los planes fiscales ha estado sesgada hacia medidas de gasto público, especialmente en infraestructuras. Por la parte de los ingresos, el recorte impositivo se ha orientado hacia la reducción de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y, en menor medida, los de sociedades, mientras que la reducción de los indirectos ha tenido un papel testimonial. El sesgo hacia las medidas de gasto público se explica por la reducida propensión marginal a consumir e invertir del sector privado, en un entorno de fragilidad económica y financiera y de perspectivas negativas que hace, en general, menos efectivos los recortes de impuestos. No obstante, los retardos en la instrumentación del gasto, en un momento en el que se precisan impulsos urgentes a la demanda, pueden limitar su efectividad a corto plazo.

Los estabilizadores automáticos, los planes de estímulo fiscal y los planes de rescate financiero han propiciado un deterioro acusado y generalizado de la situación de las finanzas públicas

La consecuencia del activismo fiscal y de la desaceleración económica es el deterioro de los saldos fiscales presentes y futuros. Además, los programas de apoyo financiero, e incluso algunos aspectos de la instrumentación no convencional de la política monetaria, suponen también un elevado compromiso de fondos públicos que supera la mitad del PIB de las economías industrializadas (véase gráfico 3.6). Aunque solo una parte de estos fondos requiere un desembolso en el momento de su utilización (9% del PIB en ese grupo de países) y se espera que una parte importante de lo invertido se recupere, estas medidas pueden elevar la ratio de deuda pública sobre el PIB en más de 20 pp ya en 2010. Además, podrían generar elevadas pérdidas por la vía de las garantías o de la compra de activos, cuyo valor a vencimiento es muy incierto.

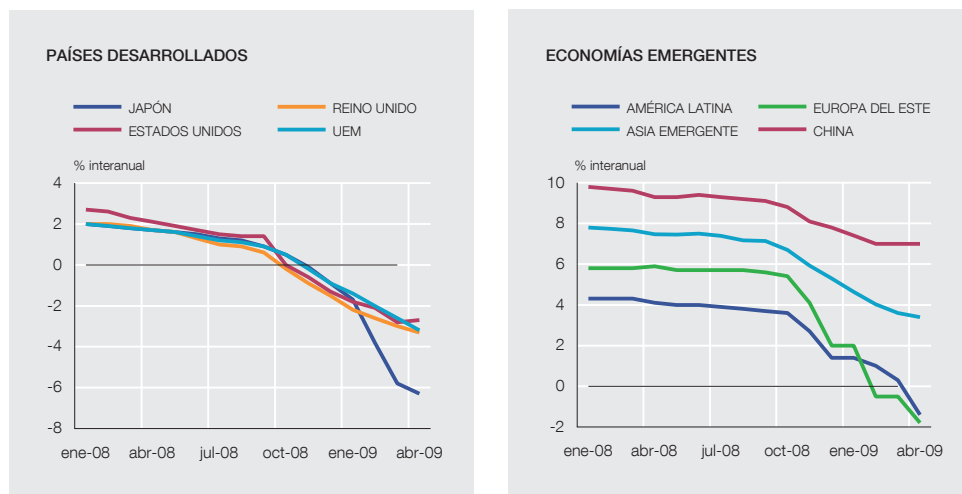
A pesar del esfuerzo desplegado, la situación está lejos de normalizarse

En cualquier caso, este amplio abanico de acciones de política económica, que evitaron el colapso del sistema financiero global a finales de 2008, distan aún de conseguir su objetivo de estabilizar la situación de los mercados financieros, restablecer la confianza de los agentes y mejorar las perspectivas económicas globales.

## **2 Perspectivas y factores de riesgo**

Las perspectivas para 2009 apuntan a una intensa caída de la actividad en las economías desarrolladas y a una acusada desaceleración de las emergentes, con una reactivación muy gradual hacia el final de año...

Durante el último trimestre de 2008 y el primero de 2009 se han producido drásticas y continuas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento para este año, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, como se puede apreciar en el gráfico 3.7. Estas revisiones reflejan el intenso ajuste de la actividad observado en el último trimestre del pasado año —con un efecto arrastre importante sobre el crecimiento medio de 2009— y la debilidad de la actividad económica al inicio del ejercicio, resultado del mantenimiento de la interacción negativa entre el deterioro del sector financiero y el sector real. De este modo, las previsiones de los principales organismos apuntan a una contracción del PIB mundial en el entorno del 1,3% en 2009 —la más profunda, al menos, desde la Segunda Guerra Mundial—, especialmente marcada en las economías desarrolladas, que registrarían una caída del PIB de más del



FUENTE: Consensus Forecasts.

a. Se muestran las previsiones de crecimiento en 2009, realizadas en las fechas señaladas en el eje horizontal.

3,5%, solo compensada, en parte, por algunas economías emergentes de Asia (especialmente, China e India), que mantendrían ritmos de crecimiento positivos, pero muy inferiores a los de 2008. Se espera que, a finales de 2009 o principios de 2010, las economías desarrolladas inicien una tímida recuperación de la actividad, que se reflejaría en tasas de crecimiento intertrimestral positivas, marcando el inicio de una salida gradual de la crisis. Con todo, es necesario resaltar la gran incertidumbre que rodea a estas previsiones y los riesgos que aún dominan.

... apoyada en la estabilización de los mercados financieros y en la recuperación de la demanda del sector privado

De hecho, estas perspectivas suponen una recuperación gradual de la confianza en las instituciones financieras, de las familias y de las empresas, y la interrupción de la interacción entre el deterioro del sector real y el del sector financiero. Para ello, dos condiciones aparecen como necesarias. La primera es que las medidas de apoyo al sector financiero permitan avanzar en los procesos de saneamiento, redimensionamiento y reestructuración de las entidades, y estabilizar los mercados. Es muy difícil que se produzca una reactivación sostenida de la actividad sin avances decisivos en el proceso de recomposición del sistema financiero sobre unas bases sólidas. Además, para catalizar la recuperación de la actividad, debería producirse una mejora gradual de las condiciones de crédito y completarse los procesos de ajuste en los mercados inmobiliarios —que en Estados Unidos ha estado en el origen del deterioro de los balances de las instituciones financieras y ya se prolonga por más de tres años—. El segundo elemento necesario es que los estímulos de política económica desplegados sean eficaces para sostener la demanda y la actividad.

En cualquier caso, dado el daño infligido sobre la economía y el sistema financiero, es probable que la reactivación del crecimiento sea muy gradual. Este suele ser el caso cuando las recesiones económicas vienen aparejadas a una crisis financiera, con el agravante de que en esta ocasión la recesión es prácticamente global. También es de esperar que la crisis haya afectado negativamente al potencial de crecimiento global por un período prolongado, debido no solo a que las condiciones de financiación serán previsiblemente más restrictivas que en el pasado, sino también a una posible disminución de la capacidad productiva y de la productividad, derivadas de una caída prolongada de la inversión y de una situación de desempleo duradero.

Las perspectivas de recuperación se verían comprometidas si se profundiza la espiral negativa entre el sector financiero y el real, o si las respuestas de política son menos efectivas de lo esperado

En definitiva, los principales factores de riesgo sobre la recuperación de las economías desarrolladas en el corto plazo son, en primer lugar, que la mencionada espiral negativa que engloba al sistema financiero, al sector inmobiliario y a la actividad real se vuelva a agudizar; y, en segundo lugar, que las políticas de apoyo vean mermada su efectividad, en la medida en que tengan efectos colaterales negativos sobre los costes efectivos de financiación o los mecanismos de funcionamiento de los mercados, o bien su impacto sobre la confianza se acabe disipando, al tiempo que absorben cada vez mayores recursos públicos.

En el caso de las economías emergentes, la recuperación requiere la normalización del acceso a la financiación exterior

En el caso de las economías emergentes, existe el riesgo de una reducción mayor que la esperada de los flujos de capitales hacia estas economías por las mayores necesidades de financiación del sector público en los países industrializados —derivadas de los planes de rescate y de las medidas de impulso fiscal—, unidas al proceso generalizado de desapalancamiento y al aumento del sesgo doméstico de los inversores. Este riesgo es particularmente elevado en las economías más dependientes de la financiación exterior, con elevados déficits exteriores y necesidades de financiación de sus sectores financieros o corporativos, lo que agravaría los efectos del ajuste que ya han iniciado muchas de ellas.

El aumento del proteccionismo y la reducción de los flujos de capitales constituyen elementos adicionales de riesgo

En un ámbito más global, el principal riesgo es que el ajuste económico y financiero y, sobre todo, las medidas adoptadas desde las distintas perspectivas nacionales deriven en una mayor segmentación de los mercados, tanto de productos como financieros. Esto supondría un retroceso en el proceso de globalización económica y financiera experimentado en las últimas décadas. En este sentido, resulta importante reafirmar y poner en práctica los compromisos adquiridos en las reuniones de líderes del G 20, para abordar de modo concertado la crisis y su salida, y continuar el proceso de liberalización comercial, en el marco de la ronda de Doha (véase recuadro 3.3).

La evolución de los flujos globales de capital constituye un riesgo adicional. Aunque los desequilibrios globales muestren una tendencia a la disminución, muchos países tienen aún grandes necesidades de financiación y pueden encontrar dificultades para cubrirlas en un contexto de mercados financieros más volátiles y condiciones financieras menos holgadas que en el pasado. Este podría ser el caso no solo de las economías emergentes, sino también de Estados Unidos, donde las necesidades de financiación son elevadas, las pérdidas de capital de los inversores han sido muy importantes y la posición de inversión internacional neta se ha deteriorado sustancialmente.

El riesgo de deflación, sin embargo, no es inmediato

Por último, en un contexto de reducción de los precios de las materias primas y de disminución del uso de la capacidad instalada, existe la posibilidad de que algunas economías industrializadas registren tasas de inflación negativas en 2009. Sin embargo, esta situación no supondría la entrada en deflación, aun cuando la actividad económica siguiera contrayéndose por un período prolongado, en la medida en que sea temporal y las expectativas de inflación a medio y a largo plazo permanezcan ancladas en torno a los objetivos de los bancos centrales, como ha sucedido hasta el cierre de este Informe.

Las políticas aplicadas frente a la crisis podrían tener consecuencias negativas en el medio plazo, si no se retira a tiempo el impulso monetario...

En cualquier caso, la magnitud de las políticas económicas y financieras puestas en práctica puede ocasionar efectos no deseados cuando se produzca la salida de la crisis de la economía mundial. En primer lugar, el fuerte impulso monetario, que ha contribuido a frenar la recesión y a sostener los mercados financieros, debe ser cuidadosamente calibrado en su instrumentación y también en su retirada. De no ser así, existiría el riesgo de que se traslade a las tasas de inflación futuras —en detrimento de la credibilidad antiinflacionista de los bancos

centrales— o a los precios de los activos reales y financieros —sembrando la semilla de un nuevo ciclo de excesos financieros en el futuro— .

... o si el endeudamiento del sector público no es sostenible a medio plazo

En segundo lugar, el sustancial incremento de las necesidades de financiación de los Estados subraya la prioridad que se debe dar a la disciplina fiscal a medio plazo. En el corto plazo, la condición de activo refugio de los bonos públicos, en un contexto de elevada incertidumbre, la caída de la riqueza y el aumento de la propensión a ahorrar del sector privado están facilitando la financiación de los crecientes desequilibrios fiscales, a un coste relativamente reducido. Sin embargo, el acusado incremento de la deuda pública que se observa en el gráfico 3.6 genera preocupación sobre su sostenibilidad, sobre todo en aquellas economías con ratios de deuda elevada y presiones en las cuentas públicas derivadas del envejecimiento de sus poblaciones. A medida que se normalice la situación financiera, el aumento del endeudamiento terminará impulsando al alza los tipos de interés a largo plazo, con un efecto adverso adicional sobre la dinámica de la deuda.

La creciente implicación del Estado en el funcionamiento de algunos sectores puede afectar la eficiencia en la asignación de los recursos. Estos apoyos deben ser retirados cuando las circunstancias lo permitan

La creciente implicación del Estado —en gran medida, forzada por las circunstancias— en la actividad económica y en el sector financiero también conlleva riesgos. A medio plazo, la intervención del Estado más allá de su papel habitual podría derivar en pérdidas de eficiencia en la asignación de los recursos. Además, el apoyo público a sectores en crisis puede retrasar o evitar su necesaria reestructuración y redimensionamiento. De todas estas consideraciones se desprende la necesidad de que la reacción de las políticas económicas sea igualmente rápida, oportuna y decidida a la hora de retirar los apoyos. Sin duda, la retirada del estímulo aplicado en el ámbito de las políticas monetarias se verá obstaculizado por su magnitud y por las dificultades para valorar el momento de salida oportuno, en un contexto en el que las tasas de crecimiento potencial pueden haberse reducido —lo que hace más complejo evaluar la posición cíclica de la economía— y los mecanismos de transmisión de las políticas han quedado profundamente alterados. El repliegue también puede verse complicado por consideraciones que trascienden lo económico, por lo que es importante el diseño temprano de una estrategia de salida. En cualquier caso, la retirada de las medidas actuales de estímulo no puede significar el regreso a la situación previa a la crisis, pues una de las lecciones de esta es que resultan imprescindibles una mayor vigilancia de los desequilibrios financieros —nacionales y globales— y la mejora y ampliación del perímetro de actuación de la regulación y de la supervisión financieras.

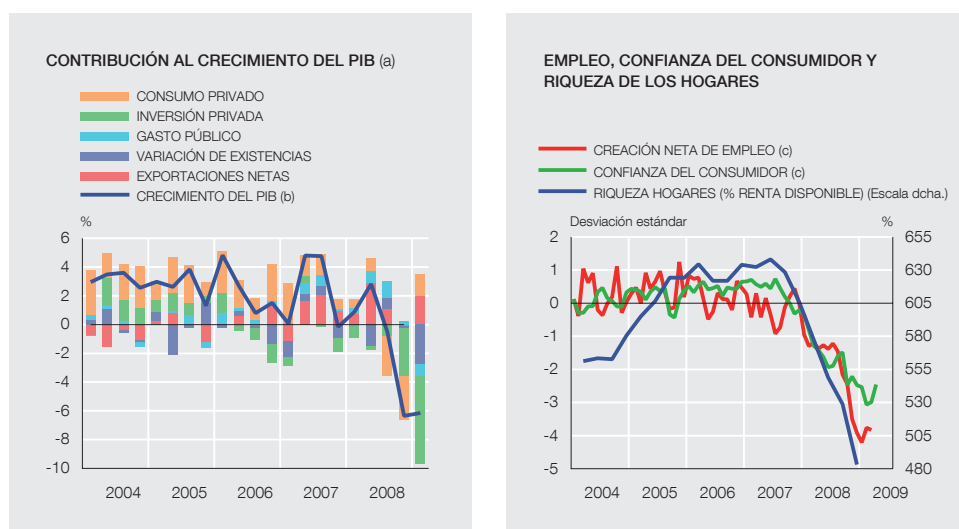
### **3 Los principales países industrializados**

#### **3.1 ESTADOS UNIDOS**

La economía estadounidense entró en recesión, por el efecto combinado del profundo ajuste de los sectores financiero y real

La economía estadounidense sufrió un severo deterioro desde finales de 2007 (el National Bureau of Economic Research declaró oficialmente el inicio de la recesión en diciembre de ese año), aunque aún se registraron tasas intertrimestrales de crecimiento positivas en el primer semestre de 2008 (véase gráfico 3.8). En el conjunto de 2008, el crecimiento fue del 1,1% —la menor tasa anual desde 2001—, frente al 2% de 2007. El ajuste del sector inmobiliario, más profundo y prolongado de lo esperado, intensificó la interacción negativa entre los precios de la vivienda, la calidad de los activos financieros y la actividad económica. Por otro lado, la confianza de los consumidores y, por ende, el consumo privado se deterioraron a medida que se reducía su riqueza y el mercado de trabajo se debilitaba —se destruyeron tres millones de puestos de trabajo netos en 2008, la mitad de ellos en el último trimestre, y dos millones más en el primer trimestre de 2009— .

En el primer semestre de 2008 los síntomas de debilidad se hicieron cada vez más evidentes, si bien el impacto del primer plan de estímulo fiscal —puesto en marcha en febrero— y el apoyo de la demanda externa contribuyeron a un crecimiento en apariencia robusto en este período. Sin embargo, en el tercer trimestre de 2008 el PIB disminuyó en términos intertrimestrales, pasando a registrar una severa contracción en el cuarto (−6,3% en tasa anualizada) y en el primero de 2009 (−6,1% anualizado, de acuerdo con su primera estimación), al acentuar-



FUENTES: Estadísticas nacionales, Datastream y Reserva Federal.

a. Aportaciones al crecimiento trimestral anualizado del PIB.

b. Tasa de variación trimestral anualizada.

c. Variable normalizada: diferencia entre la variable y su media histórica (desde 1952 para el empleo y desde 1969 para la confianza del consumidor), expresada en desviaciones estándar.

se el deterioro en el sector real y en el financiero. Mientras que la inversión residencial se contrajo a lo largo de todo el año, el consumo y la inversión no residencial se debilitaron en el primer semestre, desplomándose en el segundo. La demanda externa, por su parte, contrarrestó la caída de la demanda interior hasta el tercer trimestre, viéndose arrastrada posteriormente por la aguda contracción del comercio internacional. En consecuencia, el déficit comercial se redujo hasta el 4,8% del PIB en 2008 y el déficit por cuenta corriente se situó en el 4,7%, seis décimas menos que en 2007.

La inflación se desaceleró considerablemente en la segunda mitad del año, hasta situarse en tasas negativas en marzo de 2009

La evolución de los precios de consumo tuvo un comportamiento diferenciado a lo largo de 2008, aunque en promedio crecieron un 3,8%, frente al 2,9% en 2007. Así, la inflación se incrementó gradualmente hasta julio, hasta el 5,6%, siguiendo la estela de los precios de la energía y de los alimentos. A partir de entonces, la inflación se redujo fuertemente, dada la abrupta caída de los precios de las materias primas, hasta situarse en tasas negativas en marzo de 2009. En cualquier caso, la tasa subyacente se mantuvo relativamente estable en 2008 —en torno al 2%-2,5% interanual—, aunque se redujo levemente al inicio de 2009.

En materia de política económica se activaron medidas cada vez más decididas y contundentes, para frenar el grave deterioro del sistema financiero y de la actividad económica

En materia de política económica se activaron medidas cada vez más decididas y contundentes para frenar el grave deterioro del sistema financiero y de la actividad económica. Estas medidas estuvieron estrechamente coordinadas entre la Reserva Federal y el Tesoro, especialmente a partir de los acontecimientos de septiembre. La Reserva Federal relajó paulatinamente el tono de la política monetaria, reduciendo el tipo de interés objetivo de los fondos federales a lo largo de 2008, desde el 4,25% hasta el 2% en abril, momento en que hizo una pausa por las presiones inflacionistas. Posteriormente, como respuesta al grave desorden financiero, volvió a reducir el tipo de interés, hasta adoptar un rango objetivo entre el 0% y el 0,25% en diciembre. Además, a lo largo del año la Reserva Federal extendió gradualmente la batería de medidas de provisión de liquidez a un conjunto más amplio de entidades financieras. A partir de septiembre pasó a utilizar el activo de su balance para sostener los flujos de financiación en la economía y facilitar el funcionamiento de los mercados financieros —entre ellos, los mercados monetarios, de papel comercial y de titulaciones hipotecarias—. En



marzo de 2009 comenzó a comprar bonos del Tesoro para contribuir a la reducción de los costes de financiación a largo plazo, en línea con su nueva instrumentación de la política monetaria.

Por su parte, el Tesoro reaccionó decididamente ante el deterioro de las condiciones del sistema financiero. A inicios de septiembre, intervino y recapitalizó las agencias de financiación hipotecaria Fannie Mae y Freddie Mac. En octubre, ya ante los riesgos de colapso del sistema financiero, consiguió la aprobación del *Troubled Assets Relief Program* (TARP), dotado con 700 mm de dólares, que originalmente preveía la compra de activos tóxicos, pero se reorientó a la recapitalización y al rescate de entidades financieras. A este programa le siguió, ya en 2009, un plan integral para garantizar activos, recapitalizar entidades y sanear los balances bancarios, a través de una iniciativa público-privada de adquisición de activos y préstamos problemáticos (véase recuadro 3.1). Además de al sector financiero, las ayudas también se orientaron a otros sectores, fundamentalmente al de fabricación de automóviles. Asimismo, se tomaron iniciativas para la renegociación de hipotecas dudosas e impagadas y para facilitar el crédito hipotecario. Por último, a principios de 2009 se aprobó un plan de estímulo fiscal por importe de 787 mm de dólares (5,5% del PIB, del cual un 1,3% se desembolsará en 2009). Como consecuencia de las medidas aplicadas y del deterioro económico, la situación fiscal empeoró notablemente en 2008: el déficit público alcanzó el 6,1% del PIB en el año —frente al 2,9% de 2007— y el endeudamiento bruto del sector público se situó en el 70,5% del PIB, 7,4 pp más que el año anterior.

El panorama económico para 2009 ha empeorado sustancialmente. Una eventual recuperación requeriría la estabilización del mercado inmobiliario y la reactivación de los mercados financieros

Las perspectivas económicas para 2009 han empeorado notablemente por el agudo deterioro de la economía real, que presagia una contracción profunda y una recuperación lenta, que no se iniciaría hasta la segunda mitad del año. Al cierre de este Informe, los principales organismos internacionales esperan una contracción del PIB superior al 2,5% en 2009. El cambio de tendencia se fundamentaría en la estabilización del mercado inmobiliario y en la recuperación parcial del funcionamiento de los mercados financieros, aunque hay incertidumbre sobre la efectividad de las políticas aplicadas. Los riesgos se siguen inclinando a la baja por la posibilidad de que surjan dificultades adicionales en el sistema financiero, o de que se produzca un ajuste más pronunciado del sector residencial o del mercado laboral.

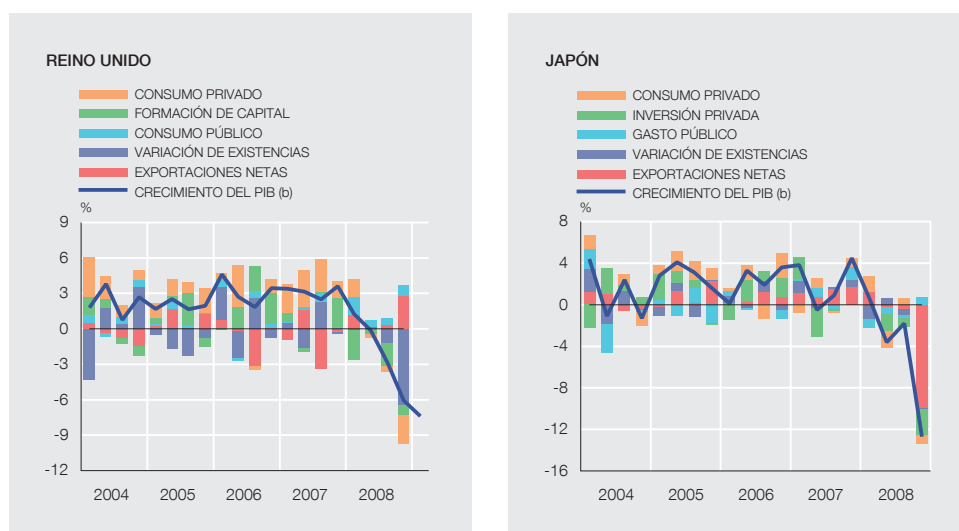
### 3.2 REINO UNIDO

La economía del Reino Unido se desaceleró considerablemente en 2008, lastrada por la demanda interna

La economía del Reino Unido se desaceleró considerablemente en 2008 al crecer un 0,7%, frente al 3% del año anterior. Tras una expansión débil en el primer trimestre de 2008, la actividad se contrajo de forma abrupta a partir del segundo (véase gráfico 3.9), llegando a caer un 6,1%, en tasa intertrimestral anualizada, en el cuarto trimestre y, según la estimación preliminar, un 7,4% anualizado en el primero de 2009. En el conjunto de 2008, cabe destacar la fuerte desaceleración de la demanda interna, especialmente la caída de la formación bruta de capital y de las existencias, y el débil tono del consumo privado, en un contexto de restricción crediticia y de reducciones de los precios de los inmuebles y de los activos financieros. La intensidad de la crisis financiera en el Reino Unido, junto con el peso de este sector en su economía, habrían también lastrado la actividad. La demanda externa, por el contrario, mejoró su contribución, en un contexto de depreciación de la libra esterlina y de caída de las importaciones. En consecuencia, el déficit por cuenta corriente se redujo hasta el 1,7% del PIB en 2008, frente al 2,9% de 2007.

La inflación repuntó en buena parte de 2008 y, con posterioridad, mostró una notable resistencia a la baja, lo que condicionó la respuesta de política monetaria

La inflación repuntó durante buena parte de 2008, hasta llegar al 5,2% interanual en septiembre. Posteriormente, mostró una notable resistencia a la baja, debido, entre otros factores, a la depreciación de la libra esterlina. En la primera parte del año, el repunte de la inflación condicionó la evolución del tipo de interés oficial. No obstante, tras la agudización de las tensiones financieras a partir de septiembre, el Banco de Inglaterra inició un ciclo de recortes pronunciados, que llevaron el tipo oficial desde el 5% hasta el 0,5% —un mínimo histórico— en marzo de



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Aportaciones al crecimiento trimestral anualizado del PIB.  
 b. Tasa de variación trimestral anualizada.

2009. En esa fecha, el banco central decidió instrumentar la expansión monetaria a través de una mayor dotación de liquidez y de compras de instrumentos financieros privados y de bonos del Tesoro. Además, desde octubre de 2008 el Gobierno articuló diversas medidas de rescate del sector bancario, a través de garantías de deuda y de activos bancarios, compra de activos por el banco central y recapitalizaciones de entidades bancarias con graves problemas de solvencia (véase recuadro 3.1). Este proceso propició que el Estado acabara controlando la mayoría del capital de un número creciente de bancos. En cuanto a la política fiscal, el presupuesto 2009-2010 introdujo un paquete de estímulo fiscal destinado a los hogares y a las PYME, valorado en un 1,4% de PIB, que incluía, a diferencia del resto de países, una rebaja del IVA.

Para 2009 se espera una notable contracción de la actividad

Las perspectivas para 2009 apuntan a una fuerte contracción del PIB —en torno a un 4%—, reflejo de un continuado deterioro de la demanda interna y del contexto exterior. El margen de maniobra de las políticas es limitado, dados el elevado déficit público ya previsto en 2009 y el escaso margen para nuevos recortes del tipo oficial. Los principales riesgos se inclinan a la baja, si la crisis financiera es más pronunciada y prolongada de lo esperado inicialmente.

### 3.3 JAPÓN

El PIB japonés se contrajo en 2008, lastrado por todos sus componentes y por las crecientes dificultades financieras

La economía japonesa se contrajo un 0,6% en 2008, en contraste con el crecimiento del 2,4% de 2007, reflejo de la intensa caída de la inversión privada, de la atonía del consumo privado y de la creciente debilidad de la demanda externa. La actividad registró tasas intertrimestrales negativas ya en el segundo trimestre y cayó abruptamente en el cuarto, hasta el 12,1% intertrimestral anualizado (véase gráfico 3.9), la caída más acusada entre las economías avanzadas. El deterioro paulatino de las condiciones financieras fue especialmente agudo en la parte final del año, con un desplome de las bolsas, una fuerte apreciación del yen y restricciones crediticias, y desembocó en una pérdida de confianza y en un hundimiento de las expectativas, que afectaron negativamente a la demanda interna. A ello se sumó la acelerada ralentización del sector exportador, que se tornó en fuerte contracción en el cuarto trimestre, dando lugar a una reducción del superávit por cuenta corriente en 2008, hasta el 3,2% del PIB, 1,6 pp menor que el de 2007.



La inflación osciló al compás de la evolución del precio de las materias primas y de los alimentos y del cambio de tono de la demanda interna. En julio de 2008, el crecimiento de los precios alcanzó un máximo del 2,3% interanual, descendiendo hasta el -0,3% en marzo de 2009. El deflactor del PIB y el IPC subyacente ya apuntaban tensiones deflacionistas latentes durante todo el año. Hasta septiembre, el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en el 0,5% y la política monetaria estuvo marcada por el dilema entre las presiones inflacionistas en el índice general y la caída de la actividad. Con el agravamiento de la crisis financiera y su rápida propagación a la actividad real, la autoridad monetaria recortó en dos ocasiones el tipo de interés oficial desde octubre, situándolo en el 0,1% en diciembre. Al mismo tiempo, introdujo medidas para incrementar la liquidez en moneda local y extranjera en los mercados monetarios. Posteriormente, adoptó iniciativas orientadas a facilitar la financiación empresarial, que incluyeron compras de deuda y acciones por el banco central. En cuanto a la política fiscal, la crisis económica y financiera truncó la corrección del desequilibrio fiscal y la senda de ajuste de la deuda pública, que se situaron en el -5,6% y en el 196,3% del PIB al final de 2008, respectivamente. Desde septiembre, el Gobierno anunció diversos planes de estímulo económico, que incluyen, mayoritariamente, iniciativas de apoyo a las entidades financieras y de restitución de la financiación a las PYME y, en menor cuantía (en torno al 2,5% del PIB), medidas fiscales para sostener la renta de los hogares y fomentar la inversión pública y el empleo.

Las perspectivas para 2009 apuntan a una fuerte contracción de la actividad

Las perspectivas para 2009 apuntan a una profunda contracción del PIB, alrededor del 6%. En un contexto de fuerte desaceleración del comercio mundial, el elevado peso del sector exterior supone un lastre para la recuperación, al tiempo que la pérdida de confianza y la debilidad del mercado laboral dificultan la reactivación de la inversión y del consumo privado. Los riesgos sobre este escenario central son a la baja, si se produjera una mayor desaceleración global, y en particular si arrastrase a China.

#### **4 Las economías emergentes**

##### **4.1 CHINA Y RESTO DE ASIA**

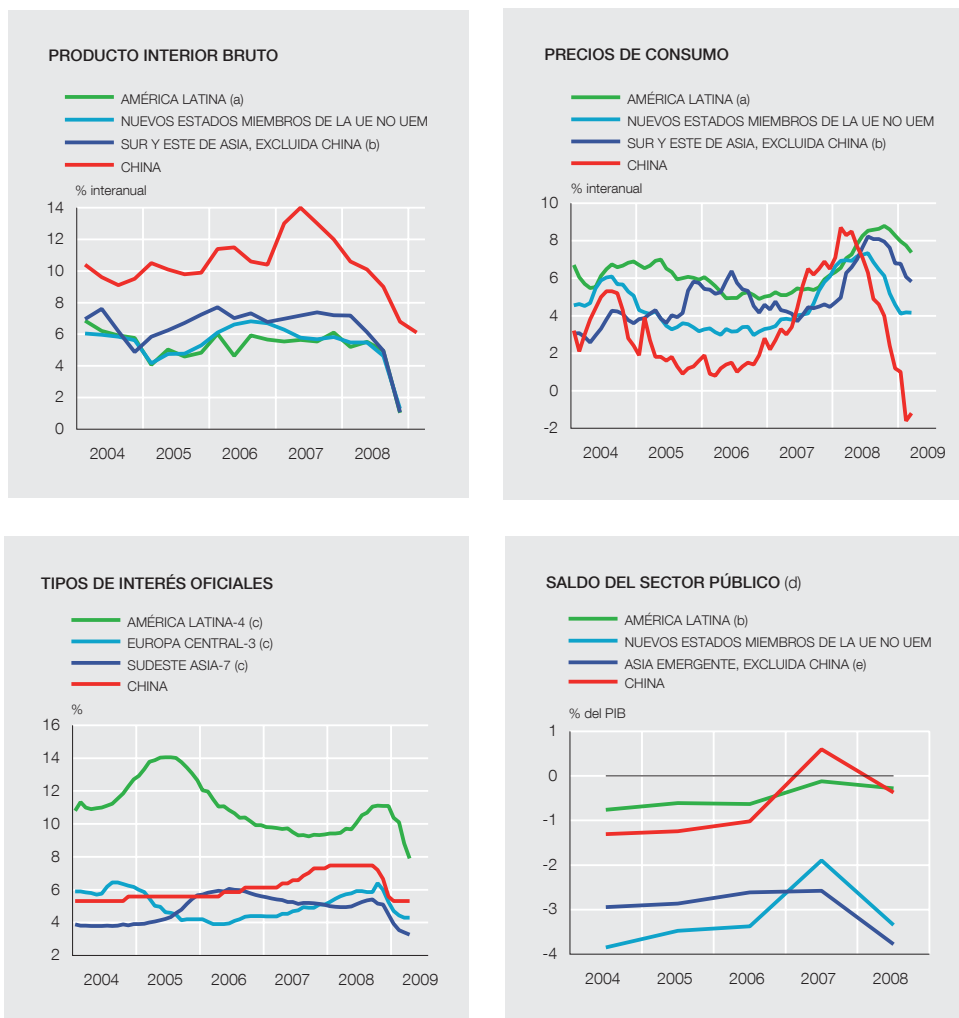
En el conjunto de Asia Emergente, el crecimiento se ralentizó hasta el 7,7% en 2008, frente al 10,6% en 2007, destacando la relativa fortaleza de China y de India sobre el resto de economías de la región.

China mostró una relativa resistencia ante la crisis, pese al deterioro del comercio internacional y al ajuste del sector inmobiliario

En China, el PIB creció un 9% en 2008, frente al 13% de 2007. La actividad se desaceleró levemente en el primer semestre de 2008 y acentuadamente a partir del segundo, hasta registrar un crecimiento del 6,1% interanual en el primer trimestre de 2009 (véase gráfico 3.10), por el debilitamiento de la demanda interna —a su vez, derivado del ajuste del sector inmobiliario y de los efectos inducidos del deterioro del comercio mundial—. Sin embargo, la contribución directa de la demanda externa al crecimiento fue positiva en 2008, aunque menor que en 2007, tal y como apunta la ampliación del superávit por cuenta corriente hasta los 426 mm de dólares (9,8% del PIB), reflejo de un ajuste de las importaciones mayor que el de las exportaciones.

En el resto de las economías asiáticas, el crecimiento se ralentizó, más intensamente en los países más dependientes de la demanda externa y con mayores necesidades de financiación internacional

El resto de las principales economías asiáticas creció, en promedio, un 4,8% en 2008, frente al 7,2% de 2007. Tras un primer trimestre muy dinámico, se produjo una ralentización gradual hasta el tercero, para desacelerarse abruptamente en el cuarto, hasta una tasa del 1,1%. El ajuste fue especialmente intenso en Corea del Sur y en las economías más abiertas y pequeñas, que entraron en una recesión propiciada tanto por la demanda externa como por la demanda interna —especialmente, la inversión y consumo privado—, en un contexto de debilidad del empleo y de pérdida de confianza de consumidores y empresas. En el cuarto trimestre se sumaron la pronunciada retracción de los flujos comerciales —a los que el área es especialmente vulnerable por su orientación exportadora—, el colapso de la confianza y unas condiciones financieras muy restrictivas.



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

- a. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- b. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.
- c. Áreas analizadas: Sudeste Asia-7 (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).
- d. Porcentaje del PIB. Superávit (+) o Déficit (-).
- e. Agregado de países según la definición del FMI (WEO).

Las políticas monetarias respondieron a la fuerte oscilación de la inflación y, en la parte final del año, se orientaron a sostener la actividad y a mitigar los efectos de las presiones financieras

Las políticas monetarias en el área se endurecieron hasta el verano, para combatir las crecientes presiones inflacionistas derivadas del encarecimiento de los alimentos y de la energía. A partir de septiembre, el deterioro de la actividad y la reducción de la inflación —especialmente intensa en China— propiciaron recortes pronunciados y generalizados de los tipos de interés oficiales. Algunos países, como China, también instrumentaron reducciones del coeficiente de reservas bancarias y eliminaron los controles al crédito. Entre las medidas no tradicionales, algunos bancos centrales introdujeron instrumentos de provisión de liquidez en moneda local y en dólares (en los casos de Corea del Sur y Singapur, con el apoyo de la Reserva Federal). En cuanto a las políticas cambiarias, las autoridades chinas suspendieron tácitamente su política de apreciación sostenida del renminbi frente al dólar en julio, en consonancia con las perspectivas más desfavorables de su demanda externa. En otros países, en la parte final de 2008 la repatriación de las inversiones por parte de no residentes y la escasez de liquidez en dólares propiciaron fuertes depreciaciones de sus monedas, lo que provocó la intervención de algunos bancos centrales en los mercados cambiarios. Las políticas fiscales adoptaron un tono

claramente expansivo en la segunda mitad de 2008 y fueron reforzadas con medidas de apoyo al sector financiero, si bien la amplitud y la intensidad difieren entre países. Los planes más relevantes son el de China y el de Corea del Sur, cuyas respectivas cuantías se estiman en el 5,8% y el 5,1% del PIB en el período 2009-2010.

Las perspectivas para 2009 prevén una fuerte desaceleración del crecimiento

Las perspectivas para 2009 prevén una contracción de muchas economías de la región, especialmente en las más dependientes del comercio, con mayores vínculos financieros y necesidades de financiación. China —con perspectivas de crecimiento en el entorno del 6,5%— y, en menor grado, India podrían resistir mejor si las autoridades consiguen sostener el dinamismo de la demanda interna. La capacidad de China para aislarse de las condiciones externas será clave en el escenario global.

#### 4.2 AMÉRICA LATINA

En América Latina la actividad también se desaceleró desde el verano, siendo la reversión del precio de las materias primas un factor adicional de ajuste

En América Latina, el PIB agregado creció un 4,2% en 2008, frente al 5,7% en 2007. Tras tres trimestres de crecimiento muy dinámico, incluso superior al esperado, en el cuarto trimestre la actividad se desaceleró intensamente, situando a algunas economías al borde de la recesión. Esta trayectoria se explicaría, en parte, por la evolución del precio de las materias primas —que continuó suponiendo un sustento clave a la actividad hasta el verano, cuando los precios revirtieron— y, desde septiembre de 2008, por el frenazo de la financiación exterior y de la demanda mundial. En este contexto, el superávit comercial se redujo sustancialmente —primero, por la fortaleza de las importaciones y, después, por la caída de los precios de las exportaciones— y la balanza por cuenta corriente se tornó deficitaria hasta el 0,3% del PIB.

Los precios de consumo del promedio de la región se aceleraron hasta octubre de 2008, superando por un amplio margen los objetivos de los bancos centrales, con la excepción de Brasil, lo que terminó traducéndose en cierto deterioro de las expectativas de inflación. Todo ello motivó una respuesta de política monetaria con fuertes subidas de los tipos de interés, que en algunos casos siguieron a las medidas alternativas para mitigar las presiones apreciatorias de sus monedas. La inflación —tras alcanzar un máximo del 8,9% en octubre— empezó a disminuir paulatinamente a finales de 2008, lo que propició que la mayoría de los bancos centrales iniciaran, con un cierto rezago respecto al resto de economías, un ciclo de descenso acelerado de los tipos oficiales entre diciembre y abril de 2009. Los bancos centrales reaccionaron rápidamente, a través de la provisión de liquidez en dólares, para normalizar el funcionamiento de los mercados monetarios y cambiarios desde septiembre y evitar el riesgo de colapso del crédito. En numerosos casos, esta reacción fue posible gracias al volumen de reservas internacionales acumulado en los últimos años, a lo que se añadieron las líneas de financiación en dólares proporcionadas en octubre por la Reserva Federal y, posteriormente, por el FMI a algunos países. En este entorno, la mayoría de las economías intentó poner en práctica políticas fiscales anticíclicas, aunque de manera heterogénea y, en general, de cuantía relativamente reducida. La pérdida de ingresos públicos por el ajuste de precios de las materias primas y las condiciones externas de financiación limitaron el margen de actuación fiscal.

Las perspectivas para 2009 apuntan a una contracción de la actividad en el conjunto del área

Las perspectivas para 2009 señalan una contracción de la actividad en el conjunto del área —en torno al 1,5%—. Las dificultades en la cobertura de sus necesidades de financiación, que se ampliarán en términos netos por la perspectiva de ampliación del déficit por cuenta corriente, pueden constituir una restricción al crecimiento económico en las actuales circunstancias.

#### 4.3 LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS DE LA UNIÓN EUROPEA

En los nuevos Estados miembros de la UE, el PIB se desaceleró marcadamente en 2008, al crecer en promedio un 4,1%, frente al 5,9% en 2007, consecuencia del impacto adverso de la crisis financiera global sobre la disponibilidad y el coste de la financiación —especialmente

Los nuevos Estados miembros de la UE sufrieron con especial intensidad la crisis financiera global, debido a su elevada exposición a la financiación exterior

acusado en estos países y otros vecinos, como Rusia y Ucrania— por su elevada exposición a la financiación exterior y en moneda extranjera. En este contexto, se ha producido un profundo ajuste de la demanda interna, al tiempo que se ha deteriorado la demanda externa, especialmente la procedente del área del euro. En 2008, los países bálticos y Hungría entraron en recesión, mientras que en el resto de la región la desaceleración fue más gradual. Por otra parte, el déficit por cuenta corriente promedio se redujo levemente, hasta el 7,9% del PIB, destacando el intenso ajuste en los países bálticos.

La inflación disminuyó de forma generalizada a partir de julio, como consecuencia del descenso del precio de las materias primas y de la desaceleración económica. Con todo, se elevó en media hasta el 6,5% en 2008, frente al 4,4% en 2007. El nuevo escenario propició una progresiva y generalizada relajación de la política monetaria. En el ámbito fiscal, los saldos públicos se deterioraron —con la excepción de Bulgaria y Hungría— por el efecto de la desaceleración. Para el conjunto de la región el déficit público aumentó desde el 1,9% del PIB en 2007 al 3,3% en 2008.

La repuesta de política estuvo limitada por la restricción financiera externa y algunas economías recurrieron a programas internacionales de asistencia financiera

En respuesta a la crisis financiera, las autoridades de estos países adoptaron una serie de medidas de apoyo al sector bancario, entre ellas el aumento de las garantías de los depósitos y, en algunos casos, recapitalizaciones y garantías a la deuda de los bancos. Además, ante los problemas de liquidez en moneda extranjera, Hungría, Polonia y Letonia tuvieron que pedir apoyo a otros bancos centrales (mediante líneas de *swap*, con el Banco Nacional Suizo y los bancos centrales de Suecia y Dinamarca, o acuerdos *repo*, en el caso del BCE). Finalmente, algunos de los países con mayores necesidades de financiación exterior tuvieron que solicitar paquetes de ayuda financiera —condicionados a programas de ajuste fiscal y de saneamiento del sector financiero— a los organismos financieros internacionales y a la Unión Europea.

En el ámbito cambiario, destaca la incorporación de Eslovaquia al área del euro, el 1 de enero de 2009. Dentro del ERM II, el lats letón sufrió presiones de depreciación, especialmente desde septiembre, y llegó a cotizar en el límite inferior de su banda de fluctuación del  $\pm 1\%$ . Lituania y Estonia, con *currency boards* con el euro, mantuvieron la estabilidad de sus tipos de cambio, pese a las tensiones financieras. Las monedas que no participan en el ERM II experimentaron una sustancial depreciación frente al euro en la segunda mitad del año, que se intensificó en los primeros meses de 2009.

Perspectivas de caída de la actividad y riesgos elevados en el ámbito financiero

Las perspectivas para 2009 han empeorado sustancialmente y los riesgos relacionados con posibles dificultades de financiación son particularmente intensos en esta región. En los países bálticos y en Hungría se prevén caídas notables del PIB, y en el resto la actividad se desacelerará considerablemente.

#### 4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

### **1 Las condiciones económicas en el área del euro**

La evolución de la economía de la UEM en 2008 siguió condicionada por el entorno de inestabilidad financiera internacional. El endurecimiento adicional de las condiciones financieras y el considerable debilitamiento del entorno exterior, en un clima de pérdida de confianza y de incertidumbre creciente, provocaron una situación de recesión que se vio exacerbada en los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009 tras la intensificación de la crisis financiera global en el otoño. El notable deterioro de la situación a lo largo del año se reflejó en las previsiones de entidades públicas y privadas, que de forma sucesiva en el curso del ejercicio fueron revisando sustancialmente a la baja el crecimiento esperado para 2009 y retrasando las perspectivas de recuperación, como se analiza en el recuadro 4.1.

La inflación de la zona del euro también registró un importante cambio de tendencia en el transcurso del año. A mediados de 2008 los precios alcanzaron un crecimiento próximo al 4%, desconocido desde el inicio de la UEM, como consecuencia del encarecimiento del petróleo, de los alimentos y de otras materias primas no energéticas. Sin embargo, la debilidad de la actividad económica global en la segunda mitad del ejercicio contrajo la demanda de materias primas y propició una flexión a la baja de sus precios. Este hecho, unido al cambio en la posición cíclica de la economía, dio lugar en los últimos meses de 2008 y principios de 2009, por un lado, a una marcada reducción de la inflación y, por otro, a una sustancial revisión a la baja de las perspectivas inflacionistas a medio plazo.

Este cambio radical de perspectivas económicas se vio reflejado en la acción de la política monetaria, que a partir del otoño se centró en evitar que el proceso de desinflación en el que se hallaba inmersa el área del euro se tradujera en tasas de inflación persistentemente por debajo del objetivo de medio plazo de estabilidad de precios. Así, el Consejo de Gobierno del BCE decidió a partir de octubre sucesivas reducciones del tipo de interés oficial, que llegó a situarse en el 1% en mayo de 2009. En paralelo, el BCE flexibilizó adicionalmente su política de provisión de liquidez en respuesta a la intensificación de la crisis financiera, tal como se detalla en el recuadro 4.2.

Las restantes políticas económicas también se fueron adaptando a lo largo del año al cambio de las condiciones cíclicas, y en los últimos meses se instrumentaron medidas sin precedentes en todos los ámbitos y, en algunos casos, en un marco de concertación internacional. Ante el agravamiento de las tensiones financieras, los gobiernos de la UEM, además de rescatar algunas entidades de dimensión sistémica, diseñaron planes integrales de apoyo al sistema financiero. Al mismo tiempo, ante la constatación de un panorama económico recesivo, los gobiernos aprobaron en diciembre un ambicioso plan de recuperación económica para garantizar la estabilidad financiera y contrarrestar los riesgos de realimentación entre el deterioro de la economía real y las tensiones financieras. Los planes abarcaron medidas de impulso fiscal, de reforma estructural y de mejora de la oferta de crédito para los colectivos más vulnerables. En la actualidad, resulta extraordinariamente complejo valorar la efectividad de estos planes para estimular la demanda a corto plazo. En cualquier caso, el fuerte impacto que está teniendo la crisis sobre las cuentas públicas de los países del área, unido a los compromisos asociados al envejecimiento de la población y al aumento de los pasivos contingentes derivado de los planes de rescate financiero, plantea la necesidad de garantizar que no llegue a ponerse en cuestión la sostenibilidad de las finanzas públicas. Ello requiere el establecimiento de compromisos firmes de consolidación presupuestaria que permitan regresar al cumplimiento de los objetivos de medio plazo en cuanto se supere la situación actual.

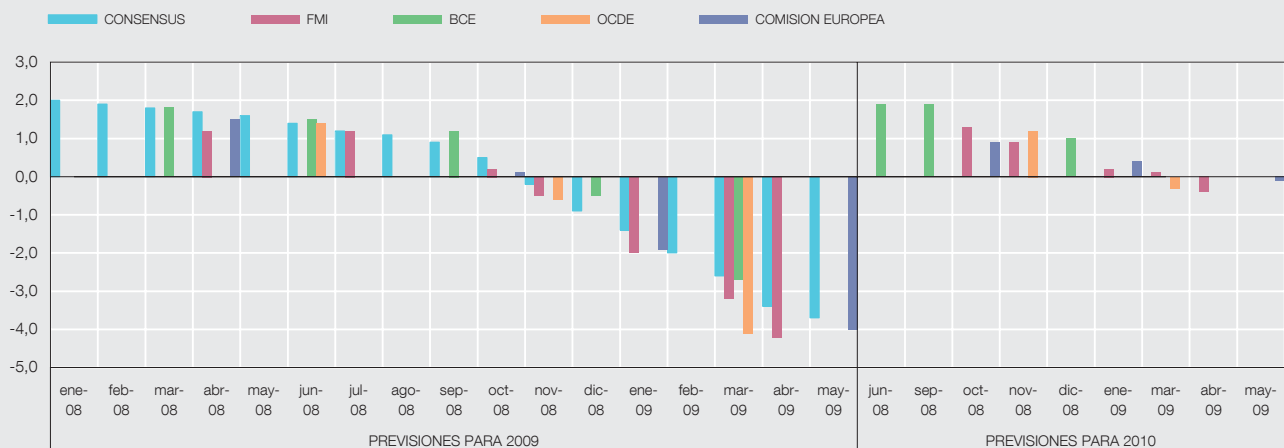
A lo largo de 2008 y, sobre todo, a partir del otoño, la crisis financiera internacional se agravó considerablemente, hasta alcanzar un carácter global. Los efectos reales de las turbulencias se percibieron en Europa con algún retraso, pero resultaron evidentes en el segundo semestre del año, de manera que el ejercicio finalizó con una economía en recesión muy profunda, situándose el nivel del PIB en el cuarto trimestre más de un 1% por debajo del de un año antes. El deterioro de la situación económica en el curso del ejercicio, y su intensificación en la última parte del año, quedaron reflejados en las sucesivas revisiones a la baja de las expectativas de crecimiento por parte de organismos públicos y privados.

Como se observa en el gráfico 1, en la primera parte de 2008 las proyecciones para 2009 de los principales organismos internacionales y analistas privados se redujeron solo moderadamente (unas cinco décimas), hasta el entorno del 1,5%, mientras que para 2010 se anticipaba un incremento cercano al 2%. Estas perspectivas relativamente favorables se apoyaban en la expectativa de que la crisis financiera internacional no alcanzaría una dimensión suficiente para

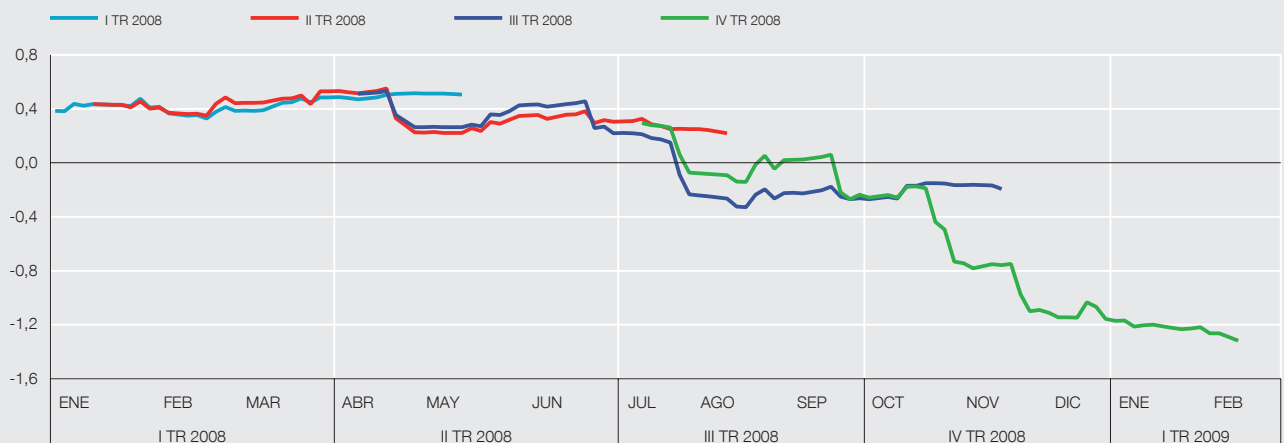
afectar profundamente a una economía como la de la zona del euro, que contaba con unos fundamentos sólidos por la buena situación patrimonial de las empresas y las familias, la práctica inexistencia del segmento *subprime* en su mercado hipotecario y el mayor peso del comercio con las áreas que parecían entonces menos expuestas.

Durante los meses de verano, la acumulación de datos coyunturales desfavorables generó algunas dudas sobre el verdadero alcance de las perturbaciones y la capacidad de la UEM para hacerle frente, lo que llevó a revisiones adicionales moderadamente a la baja de las proyecciones para todo el horizonte de previsión. Sin embargo, la escalada de la crisis financiera en septiembre evidenció su profundidad y carácter global, así como el potencial de contagio a la economía real, lo que acarreó un cambio significativo en las expectativas de crecimiento. Así, en noviembre y diciembre la estimación para 2009 pasó a ser claramente negativa, aunque todavía se esperaba que la recuperación ocurriera en la segunda mitad de ese año. Finalmente, tras el colapso de todos los indicadores coyunturales a principios de 2009, las previsiones para ese año se hundieron y se pospuso la recuperación a finales de 2010.

1 PREVISIONES PARA 2009 y 2010



2 EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DEL MODELO RTE DE CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB DE LA UEM



FUENTES: Consensus, Comisión Europea, Eurobarómetro, FMI, OCDE y SPF.



Para ilustrar cómo el progresivo empeoramiento de la situación económica a lo largo de 2008 afectó a la revisión de las perspectivas de crecimiento, el gráfico 2 muestra la evolución de la predicción, en tiempo real, del crecimiento de la actividad en la UEM que realiza el modelo EUROSTING<sup>1</sup>. Este modelo prevé la evolución del PIB del área del euro a partir de nueve indicadores, cuatro de los cuales provienen de encuestas de opinión, mientras que los otros cinco se refieren a variables cuantitativas. La previsión se realiza con un adelanto de hasta seis semanas sobre la publicación del dato de Contabilidad Nacional. Más concretamente, el gráfico 2 muestra la evolución (casi) diaria de las previsiones de EUROSTING para cada trimestre del año 2008. Cada punto de estas líneas recoge la previsión sobre el avance del PIB para el trimestre correspondiente con toda la información disponible hasta ese día.

Según este modelo, la situación económica en la UEM durante la primera mitad de 2008 era relativamente favorable, con un incre-

1. M. Camacho y G. Pérez-Quirós (2008), *Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of Euro Area Growth*, Documentos de Trabajo, n.º 0807, Banco de España.

mento estimado para el primer trimestre cercano al potencial, y algo menor para el segundo y el tercero. La primera señal del empeoramiento de la coyuntura se produjo a finales de julio, cuando los primeros indicadores disponibles para el tercer trimestre redujeron la previsión para ese período por debajo del  $-0,2\%$ . Esta percepción más desfavorable se confirmó con la publicación el 14 de agosto de un retroceso del PIB del  $-0,2\%$  para el segundo trimestre, lo que supuso una sorpresa negativa, puesto que tanto el modelo como la mayoría de los analistas estimaban un crecimiento ligeramente positivo. Esta caída de la actividad, unida a la esperada por el modelo para el tercer trimestre, situaba a la UEM en una situación virtual de recesión técnica. Tras la quiebra de Lehman Brothers a finales de septiembre y, sobre todo, a medida que se empezaron a conocer los indicadores referidos a los tres últimos meses del año, el modelo constató la profundidad y la vertiginosidad de la recesión en la UEM. La estimación de crecimiento del cuarto trimestre se fue desplomando con cada nuevo dato, desde valores cercanos a cero a finales de septiembre hasta superar el  $-1\%$  a mediados de noviembre. En ese momento EUROSTING era uno de los modelos que mostraba una visión más desfavorable, que sin embargo se vio superada por el dato publicado por EUROSTAT.

Pese a todas estas actuaciones públicas, las perspectivas de crecimiento son muy desfavorables. De acuerdo con las estimaciones más recientes de organismos públicos y privados, se prevé una intensa contracción del PIB en 2009 y una recuperación muy gradual de la actividad a lo largo del año siguiente, basada, en gran parte, en la acción de las políticas económicas. Este escenario de recuperación estaría sujeto a riesgos a la baja, derivados, fundamentalmente, de las dificultades para contener los procesos de realimentación entre la actividad económica y el comportamiento de los mercados financieros. En este contexto, la inflación se mantendría en niveles muy reducidos por un período prolongado de tiempo.

## 1.1 LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

El agravamiento de la crisis financiera determinó la evolución económica de la UEM...

... que incidió, a través de diversos canales, tanto en la demanda interna del área del euro...

En el entorno de inestabilidad financiera internacional y de progresivo debilitamiento de la economía mundial, el PIB del área del euro mostró una continuada pérdida de impulso a lo largo de 2008, que se intensificó a finales de año y se prolongó en la primera parte de 2009. El producto registró tasas de variación negativas desde el segundo trimestre y cerró el ejercicio con un descenso intertrimestral del  $-1,6\%$ , desconocido desde los años setenta (véase cuadro 4.1). Ello se tradujo en un crecimiento del  $0,7\%$  en términos medios anuales, casi 2 puntos porcentuales (pp) inferior al registrado en 2007.

La crisis financiera afectó a la actividad económica a través de diferentes canales. Así, como se explica en el apartado 3, el fuerte ascenso de las primas de crédito encareció el coste de la financiación vía préstamos, valores y emisión de deuda. Por su parte, las entidades ajustaron los criterios de concesión de préstamos al nuevo entorno económico, de modo que estos se hicieron más estrictos. Además, la crisis causó una pérdida de riqueza real y financiera de las familias y propició una caída de los beneficios empresariales, un fuerte incremento de la incertidumbre y un deterioro de las expectativas sobre la evolución futura de la actividad y del empleo. Todo ello erosionó la confianza de empresas y familias, causando un aplazamiento de las decisiones de inversión productiva privada y de consumo privado, y un aumento del ahorro,

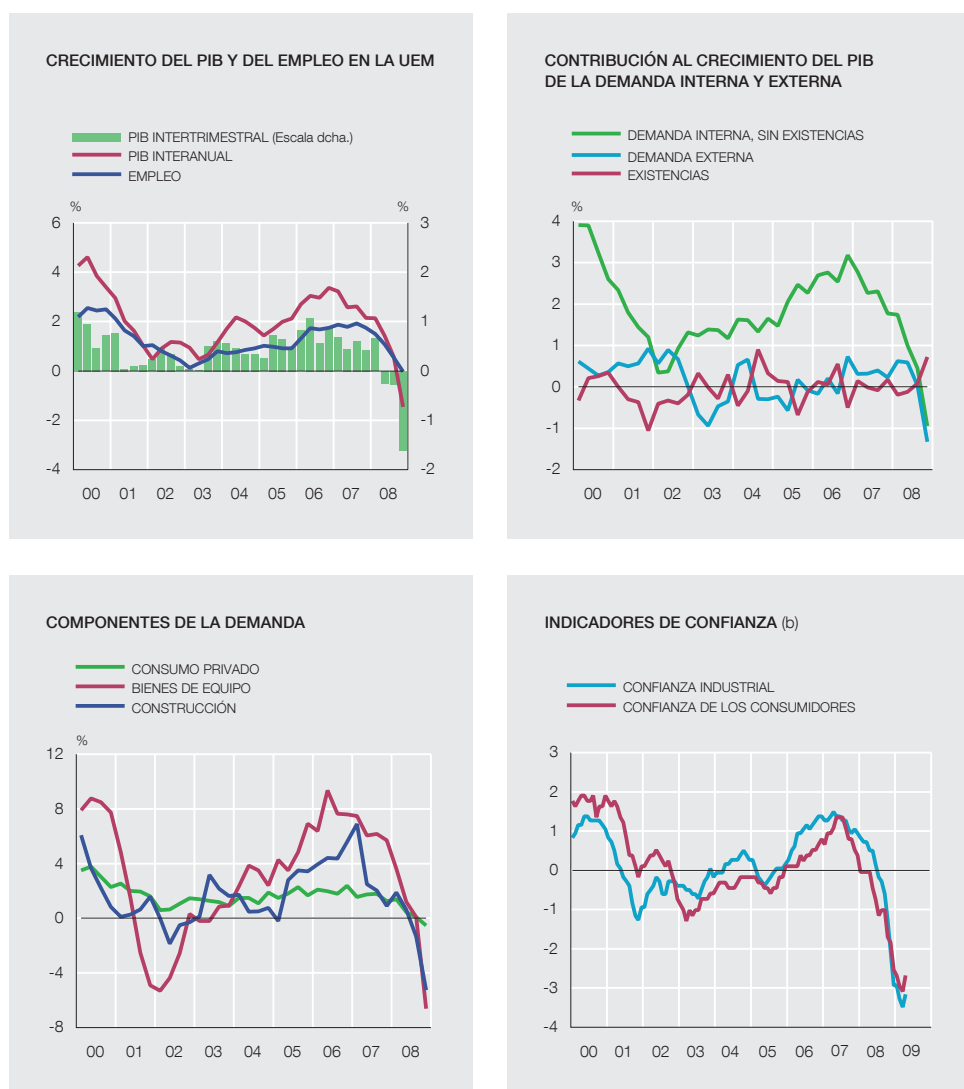
	2006	2007	2008	2008			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>DEMANDA Y PRODUCTO</b>							
Producto interior bruto	3,0	2,6	0,7	0,7	-0,3	-0,3	-1,6
Consumo privado	2,1	1,6	0,3	0,0	-0,3	0,1	-0,3
Consumo público	1,8	2,2	2,0	0,4	0,9	0,6	0,4
Formación bruta de capital fijo	5,9	4,3	-0,2	1,0	-1,3	-0,7	-4,0
— Inversión privada no residencial	6,4	5,5	1,4	1,0	-0,7	-0,9	-1,8
— Inversión residencial	6,7	1,4	-3,4	1,1	-3,0	-2,2	-2,5
— Inversión pública	1,0	3,2	3,0	2,3	-0,8	0,4	0,5
Exportaciones	8,5	5,9	1,1	1,5	-0,2	-0,2	-6,7
Demanda final	4,5	3,4	0,8	0,8	-0,3	0,2	-2,6
Importaciones	8,3	5,3	1,2	1,1	-0,5	1,3	-4,7
<b>Contribuciones al crecimiento del PIB (b)</b>							
Demanda interna	2,8	2,3	0,6	0,3	-0,3	0,0	-1,0
Variación de existencias	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,3	0,3
Demanda externa	0,2	0,3	0,0	0,2	0,1	-0,7	-1,0
<b>PRECIOS Y COSTES (c)</b>							
Precios de consumo (media anual)	2,2	2,1	3,3	3,4	3,6	3,8	2,3
Deflactor de la demanda final	2,4	2,0	2,6	2,7	2,9	3,1	1,8
Deflactor del PIB	2,0	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4
Costes laborales unitarios	0,8	1,7	3,3	2,4	2,8	3,4	4,5
Remuneración por asalariado	2,2	2,5	3,2	3,1	3,2	3,4	3,0
Productividad del trabajo	1,4	0,8	-0,1	0,6	0,3	0,0	-1,4
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)</b>							
Gastos totales	46,7	46,1	46,7				
Gastos corrientes	42,9	42,3	42,9				
— Gastos por intereses	2,9	3,0	3,0				
Inversión pública	2,5	2,6	2,5				
Ingresos totales	45,4	45,5	44,8				
Déficit (-) / superávit (+) primario	1,6	2,3	1,1				
Déficit (-) / superávit (+)	-1,3	-0,7	-1,9				
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>							
Empleo total	1,6	1,8	0,8	0,3	0,1	-0,1	-0,3
Paro (e)	8,3	7,4	7,5	7,2	7,3	7,5	8,0
<b>BALANZA DE PAGOS (d)</b>							
Cuenta corriente	0,0	0,2	-0,9	-0,7	-1,3	-0,9	-0,9

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y OECD Economic Outlook.

- a. Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación en contrario.  
 b. Puntos porcentuales de la tasa de variación del PIB.  
 c. Tasas de variación interanual.  
 d. Porcentaje del PIB.  
 e. Porcentaje de la población activa.

lo que debilitó notablemente la demanda interna (véase gráfico 4.1). Los hogares también contuvieron el gasto en inversión residencial, lo que agudizó el proceso de ajuste inmobiliario que habían iniciado algunos países del área e impulsó una desaceleración del crédito para adquisición de vivienda.

... como en la demanda exterior Otro canal de propagación que fue cobrando importancia creciente a medida que la crisis financiera se iba haciendo más pronunciada y global es el que se desarrolló a través de los flujos de comercio, que mostraron un gradual deterioro. Ello dio lugar a un estancamiento de las exportaciones del área en la parte central del año, al que también contribuyó la apreciación



FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, OCDE y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario.  
 b. Saldo de respuestas. Series normalizadas.

del euro en el primer semestre de 2008, y a un brusco descenso con posterioridad (véase cuadro 4.1). La moderación de la demanda interna provocó, a su vez, una evolución similar de las importaciones, si bien con un retroceso menos marcado, lo que propició un empeoramiento de la aportación del saldo exterior neto a la variación del PIB.

La actuación de las Administraciones Públicas y del BCE mitigó el deterioro de la actividad

Las Administraciones Públicas y el BCE contribuyeron con sus actuaciones a sostener el gasto. Las primeras, mediante el aumento del consumo y la inversión públicos, la activación de los estabilizadores automáticos y la adopción de un conjunto amplio de medidas en la última parte del año; y el BCE, a través de una rápida y sustancial reducción de los tipos de interés a partir de octubre.

La recesión se extendió a la mayor parte de las ramas productivas...

Por el lado de la oferta, el debilitamiento de la actividad se trasladó a todas las ramas productivas, con la única excepción de los servicios de no mercado. Las caídas del valor añadido fueron más tempranas e intensas en las ramas de la construcción y la industria, y solo a final de año alcanzaron a los servicios de mercado.

... y afectó negativamente al empleo y a la productividad

Tras dos años de crecimientos muy elevados, el proceso de generación de empleo se truncó en el segundo semestre, dando paso a un descenso de la ocupación en el tercer y cuarto trimestres que se ha prolongado en los inicios del presente año. Ello se tradujo en un sustancial repunte de la tasa de paro, desde el 7,3% de enero de 2008 hasta el 8,9% de marzo de 2009. En conjunto, el ajuste de la ocupación fue inferior al del valor añadido, con lo que la productividad aparente del trabajo mostró una progresiva ralentización, hasta alcanzar ritmos de variación negativos, mostrando un comportamiento procíclico (véase gráfico 4.3).

La situación recesiva se propagó a casi la totalidad de los países del área del euro

Desde el segundo trimestre, casi todos los Estados miembros de la UEM experimentaron un retroceso significativo de la actividad, si bien se observaron diferencias relevantes tanto en la magnitud del descenso como en la composición. Las mayores disminuciones del producto se registraron en Alemania y en Italia, como consecuencia, fundamentalmente, de la evolución del saldo exterior neto en el primer país y de la demanda interna en el segundo. En los países con contracciones más intensas de la demanda interior y del empleo —España e Irlanda—, el fuerte ajuste de las importaciones propició una caída del PIB más moderada.

Las perspectivas a corto plazo son negativas, mientras que a medio plazo se espera que la actuación de las políticas económicas favorezca una recuperación progresiva de la actividad

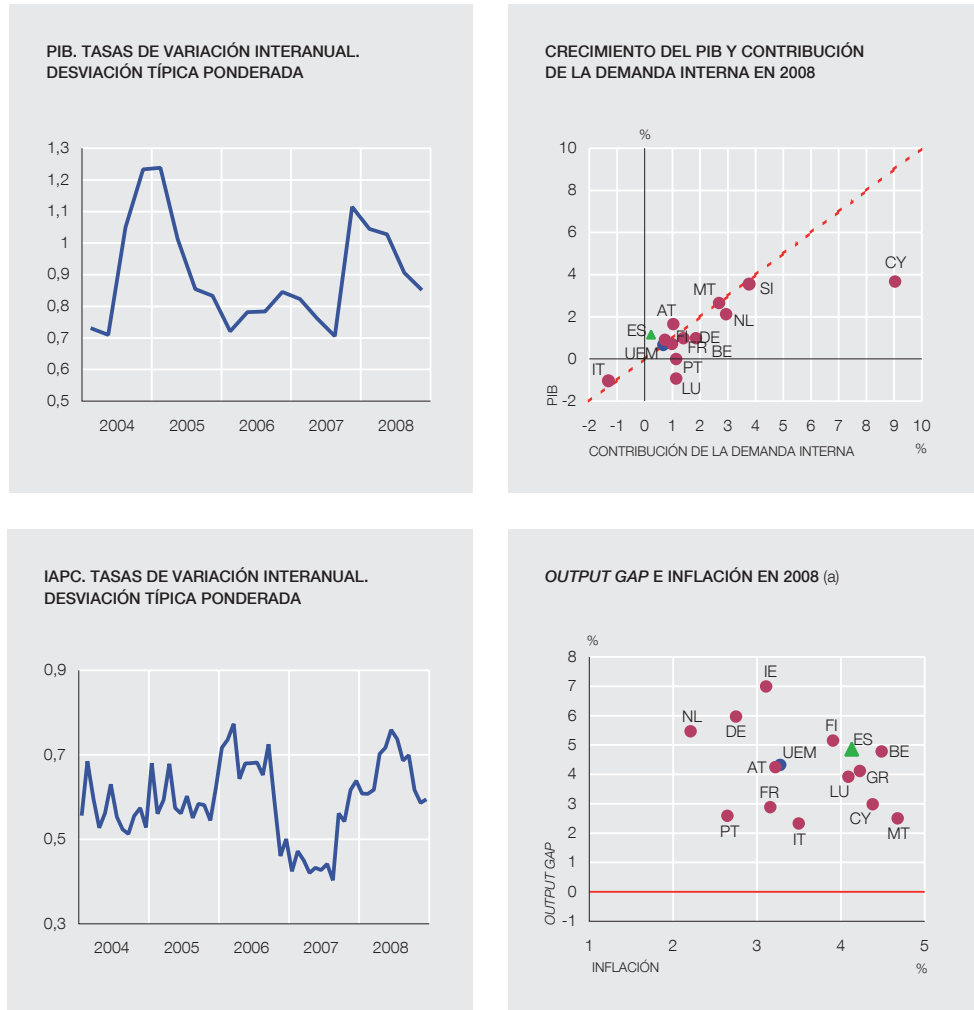
El carácter global, sincronizado y profundo de la crisis hace esperar una prolongación de la fase recesiva en la UEM durante algunos trimestres más, seguida de una recuperación gradual de la actividad, apoyada en los efectos positivos sobre las condiciones de financiación de los planes de apoyo al sistema financiero, en la intensa relajación de la política monetaria en la UEM y en el resto del mundo, y en el carácter fuertemente expansivo de los planes de estímulo de la demanda agregada de las autoridades fiscales, que se suma al efecto de los estabilizadores automáticos. Por otra parte, el impacto a la baja sobre los precios de consumo de la notable caída registrada por las cotizaciones de las materias primas ejerce un impulso sobre la renta real de los hogares. El efecto de todos estos factores debería permitir una contención del deterioro de la confianza, la demanda y la producción, y favorecer más tarde, ya entrado 2010, un proceso paulatino de recuperación económica en el área del euro. No obstante, este escenario de recuperación está sometido a un elevado grado de incertidumbre y los riesgos son a la baja, debido a la dificultad para detener el proceso de realimentación entre los mercados financieros y la actividad real. Factores de riesgo adicionales se relacionan con la introducción de medidas proteccionistas y con la posibilidad de que la propia duración de la incertidumbre fuerce cambios en la toma de decisiones de los agentes económicos que impliquen no solo un aplazamiento del gasto, sino también una modificación a la baja de su componente permanente.

## 1.2 PRECIOS Y COSTES

Las cotizaciones de las materias primas condicionaron el comportamiento de los precios de consumo

La inflación cambió sustancialmente a lo largo de 2008. En el promedio del año, el crecimiento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en el 3,3%, con un máximo del 4% en julio —la tasa más elevada desde el inicio de la UEM— por el efecto sobre sus componentes energético y alimenticio del alza de las cotizaciones de las materias primas en los mercados internacionales. A partir de ese momento, en cambio, el debilitamiento de la actividad mundial comenzó a repercutir negativamente sobre el precio de las materias primas, lo que se tradujo en una intensa reducción de la inflación. Sin embargo, las tasas de variación de los precios de los componentes menos volátiles del IAPC —los bienes industriales no energéticos y los servicios— se mantuvieron relativamente estables en 2008 y los primeros meses de 2009.

La tasa de variación interanual del IAPC experimentó, a lo largo de 2008 y el período transcurrido de 2009, una tendencia similar en todos los países del área, si bien se observaron marcadas diferencias en la intensidad de la aceleración y posterior ralentización de la inflación, lo que originó un incremento inicial de la dispersión de las tasas de inflación dentro del área, seguido de una disminución (véase gráfico 4.2). Ello fue consecuencia, fundamentalmente, de la diferente respuesta de los precios de los bienes energéticos al encarecimiento del petróleo



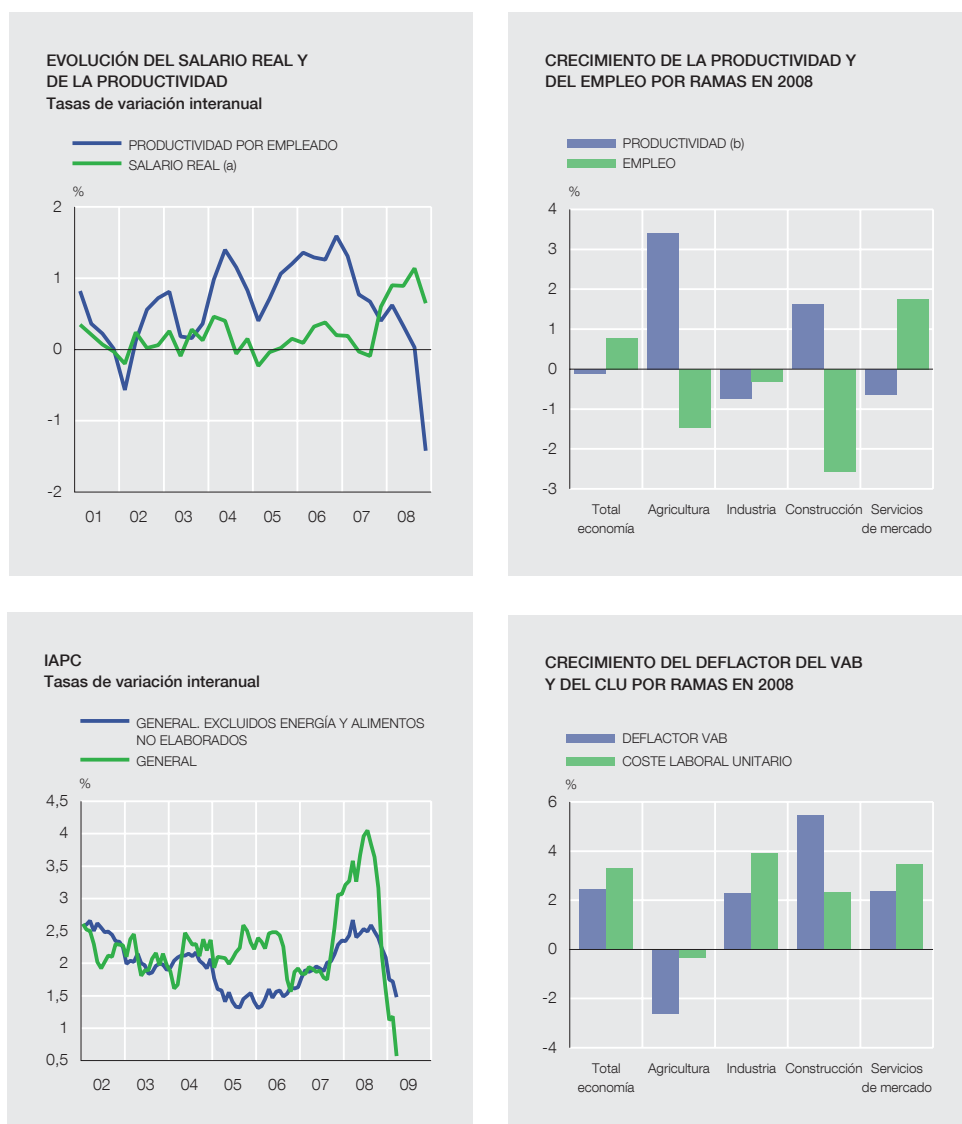
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Banco de España.

a. El *output gap* se define como la diferencia entre el PIB observado y el potencial, en porcentaje del PIB potencial. Estimaciones de la Comisión Europea.

y otros combustibles, como consecuencia del distinto grado de dependencia energética y de la pluralidad de sistemas de imposición indirecta y de fijación de los precios de estos bienes.

Los salarios se aceleraron y los márgenes empresariales se contrajeron, rompiendo la tendencia observada en años anteriores

Los salarios registraron una aceleración sustancial, como resultado de la aplicación de acuerdos salariales alcanzados al final de la pasada fase expansiva, caracterizada por el alto grado de utilización del factor trabajo — como refleja una tasa de paro en niveles históricamente reducidos —, que pusieron fin a la moderación salarial predominante en años anteriores. El salario real aumentó por encima de la productividad del trabajo, dando lugar a un incremento de la participación salarial en la renta total, tras un largo período de progresiva reducción (véase gráfico 4.3). Además, la pérdida de ritmo de la productividad aparente del trabajo, unida al incremento de la remuneración por asalariado, provocó un repunte de los costes laborales unitarios. El retroceso de los márgenes empresariales — que, en términos medios anuales, no se observaba desde 1997 — permitió amortiguar el efecto de los costes salariales sobre los precios finales — aproximados por el deflactor del PIB —. En un primer momento, la reducción de los márgenes pudo obedecer a la disminución relativa de la demanda de bienes cuyo consumo reviste un carácter más discrecional, ante el aumento del gasto en productos de consumo básico — alimentos y bienes energéticos —, ocasionado por el incremento de sus



FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.  
b. Diferencia entre la variación del PIB y del empleo para el total de la economía, y entre la variación del VAB y del empleo para las distintas ramas.

precios y la baja elasticidad-precio que caracteriza su demanda. La intensificación posterior de la caída de los márgenes se explicaría por el debilitamiento generalizado de la demanda.

Se espera que la inflación se mantenga en niveles reducidos —incluso ligeramente negativos—, aunque existen riesgos tanto a la baja como al alza sobre estas expectativas

Las previsiones existentes apuntan al mantenimiento de la inflación en niveles reducidos hasta entrado el año 2010, que podrían llegar a ser negativos en la parte central de 2009, como consecuencia del descenso del coste de las materias primas; de las menores presiones salariales, ligadas a su vez al menor crecimiento de los precios de consumo y a la debilidad del mercado de trabajo; y del aumento de la competencia, asociado a la disminución de la demanda y al exceso de capacidad. El anclaje que mantienen las expectativas de inflación en niveles compatibles con la estabilidad de precios reduce el riesgo de que se materialicen escenarios más desfavorables y extremos, aunque persiste una marcada incertidumbre sobre la evolución futura de la actividad, que se traslada, lógicamente, a la de los precios. Así, por un lado, una retracción de la demanda más aguda de lo previsto elevaría los reducidos riesgos

de deflación existentes. En sentido contrario, una recuperación del gasto agregado más rápida de lo esperado, en un contexto de previsible disminución del crecimiento potencial de la economía —ligado a la caída de la inversión y del empleo— y de realización de políticas expansivas, podría conducir a un repunte de la inflación.

## 2 Las políticas económicas

### 2.1 LA POLÍTICA FISCAL

La crisis financiera está teniendo un fuerte impacto sobre las finanzas públicas de los países del área del euro

En el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica se adoptaron medidas fiscales discretivas de estímulo de la demanda...

... y planes de apoyo al sistema financiero, que están teniendo un impacto presupuestario elevado

Activación de los estabilizadores automáticos

En consecuencia, en 2008 y 2009 se produce un deterioro de los saldos fiscales y de la deuda pública muy intenso...

La política fiscal del área del euro estuvo condicionada por el cambio en las condiciones macroeconómicas observado en la segunda mitad del año, que llevó a la adopción de medidas de carácter excepcional por parte de las autoridades económicas, encaminadas a estabilizar los mercados financieros, suavizar el rápido deterioro de la actividad y restablecer la confianza.

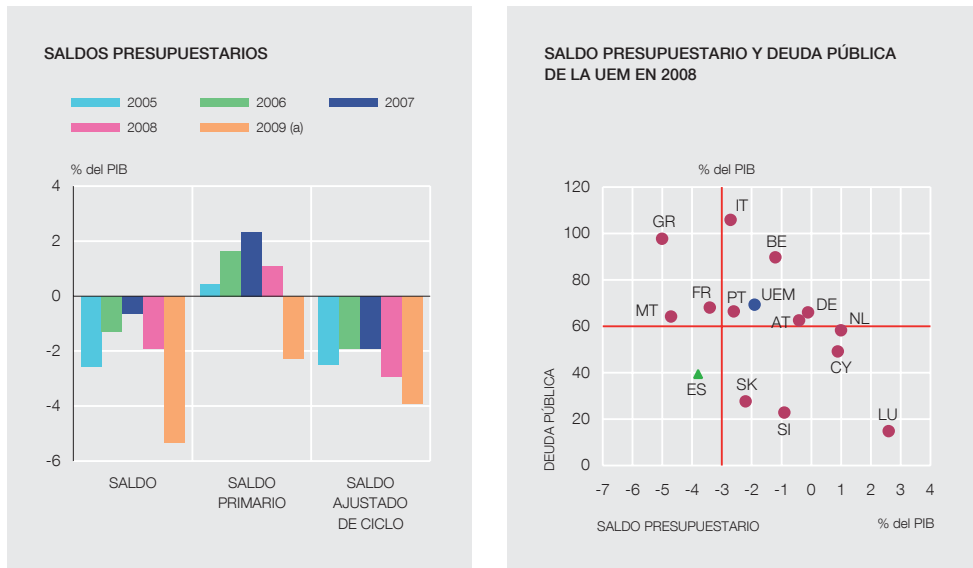
Así, la mayoría de los países del área introdujo medidas discretivas de estímulo de la demanda a partir del otoño, en línea con los objetivos del Plan Europeo de Recuperación Económica aprobado en el Consejo Europeo del pasado 12 de diciembre. Los planes presentados hasta el momento ascienden, en conjunto, a un 1,1% del PIB del área en 2009 (y un 0,8% en 2010), apreciándose diferencias significativas por países en lo que se refiere tanto a la magnitud como a la composición de la respuesta. En general, la cuantía de las medidas se ha acomodado al margen de maniobra disponible en cada país, siendo más ambiciosas en Alemania y relativamente moderadas en Francia o en Italia. En cuanto a los instrumentos, los programas combinan recortes impositivos y, sobre todo, incrementos del gasto público que tienden a concentrar sus efectos en los colectivos y sectores más afectados por la crisis. Por último, la mayoría de estas medidas tiene un impacto transitorio sobre las cuentas públicas, aunque también se han introducido rebajas permanentes en las cotizaciones sociales y en el impuesto sobre la renta en algunos países. En cualquier caso, la situación excepcional en que se encuentran inmersas el área del euro y la economía global hace que sea muy complejo valorar la efectividad última del impulso fiscal adoptado (véase el recuadro 1.3 de este *Informe Anual*).

La gravedad de la crisis aconsejó también la adopción de cuantiosos planes de apoyo al sistema financiero, para evitar los riesgos de colapso de algunas entidades sistémicas e impedir un ajuste excesivo de la oferta de crédito (véase recuadro 1.1). Desde el punto de vista de las cuentas públicas, las inyecciones de capital público y la compra de activos realizadas por los gobiernos hasta abril de 2009 han tenido un impacto reducido sobre el déficit, pero podrían representar aproximadamente 3 pp de la deuda pública. A ello hay que añadir los riesgos asociados a las operaciones de aval de las emisiones de deuda, que han aumentando de manera notable los pasivos «contingentes» de las Administraciones Públicas (en una cuantía próxima al 18% del PIB).

A todo ello se sumó la activación de los estabilizadores automáticos, que en Europa, y a diferencia de lo que sucede en Estados Unidos, son relativamente potentes y que están propiciando un incremento del gasto en prestaciones sociales y una caída de la recaudación impositiva.

Como resultado de todo lo anterior, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea, el déficit público de la UEM se situó en el 1,9% del PIB en 2008, más de 1 pp del registrado el año anterior, y se espera que en 2009 ascienda hasta el 5,3% del PIB, el nivel más alto observado desde 1996. El impacto del ciclo económico explicaría tres décimas del aumento del déficit observado en 2008, y 2,4 pp en 2009, si bien hay que señalar que estas estimaciones





FUENTE: Comisión Europea.

a. Previsiones de la CE.

pueden estar sujetas a revisiones significativas, ya que la incertidumbre sobre la magnitud de la brecha de producción y sobre la sensibilidad de algunas partidas al ciclo económico es ahora extraordinariamente alta. En especial, está siendo notable la desaparición de los ingresos ligados al auge del mercado inmobiliario y a la revalorización de los activos financieros, que en los años recientes contribuyeron de manera crucial a la mejora presupuestaria de diversos países. Por su parte, la deuda pública aumentó hasta el 69,3% del PIB en 2008 (3,3 pp más que el año anterior) y podría aproximarse al 78% en 2009 (véase gráfico 4.4).

... y generalizado por países

En el año 2008, la mayoría de los países del área registró un deterioro de sus saldos presupuestarios respecto a las estimaciones que realizaron en los programas de estabilidad a finales de 2007, que estaban enmarcadas en un escenario macroeconómico mucho más favorable que el observado. Las previsiones más recientes para 2009 sugieren que en este año serán trece los países del área que mantendrán un déficit superior al 3%, superando el 6% en los casos de España, Francia, Irlanda y Portugal.

La Comisión Europea ha iniciado el procedimiento de déficit excesivo a diversos países, aplicando los márgenes de flexibilidad establecidos en el PEC

En este contexto, en febrero de 2009 la Comisión Europea decidió iniciar el procedimiento de déficit excesivo contemplado en el denominado «brazo disuasorio» del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para aquellos países cuyo déficit superó el 3% del PIB en 2008: Francia, España, Irlanda, Grecia y Malta. El Consejo Europeo reafirmó que el Pacto continúa proporcionando el marco normativo adecuado para la coordinación de las políticas presupuestarias de los países de la UE y que aplicaría los márgenes de flexibilidad que introdujo la reforma de 2005 en cuanto a los plazos establecidos para la corrección de los déficits excesivos y a la posibilidad de evitar las sanciones en circunstancias excepcionales. De hecho, Francia y España disponen hasta el año 2012 para situar su déficit por debajo del 3%, e Irlanda hasta 2013.

Se impone la necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y a largo plazo

La magnitud de la crisis justificó la adopción de medidas de alcance para estabilizar el sistema financiero y estimular la demanda, tal y como acordaron los gobiernos de las principales economías en el marco del G 20. Pero el impacto presupuestario de estas medidas está siendo elevado, en un contexto en el que a los compromisos derivados del envejecimiento de la población se añaden las fuertes repercusiones que está teniendo la caída del precio de los activos

sobre los planes privados de pensiones y los fondos públicos de reserva, lo que plantea nuevos retos y necesidades.

En consecuencia, uno de los principales desafíos a los que se enfrentan en la actualidad las autoridades económicas es el de mantener la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas, para evitar posibles aumentos de los tipos de interés a largo plazo que acabarían atenuando la efectividad de las respuestas fiscales. Para ello es necesario establecer firmes compromisos de consolidación presupuestaria y regresar al cumplimiento de los objetivos de medio plazo establecidos en el marco del PEC tan pronto como sea posible. Además, se requiere que estos esfuerzos sean coherentes con el mantenimiento de la calidad de las finanzas públicas, evitando que los recortes de gasto recaigan sobre aquellas partidas que tienen mayor influencia sobre el crecimiento a largo plazo (como el gasto en I + D y en educación). Por último, resulta esencial aumentar el grado de coordinación de las políticas y evitar tentaciones proteccionistas para que las medidas adoptadas no distorsionen las condiciones de competencia y el funcionamiento del mercado único europeo.

## 2.2 LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES

Para asegurar una recuperación rápida y sostenida, es necesario seguir avanzando en la reforma estructural de la economía

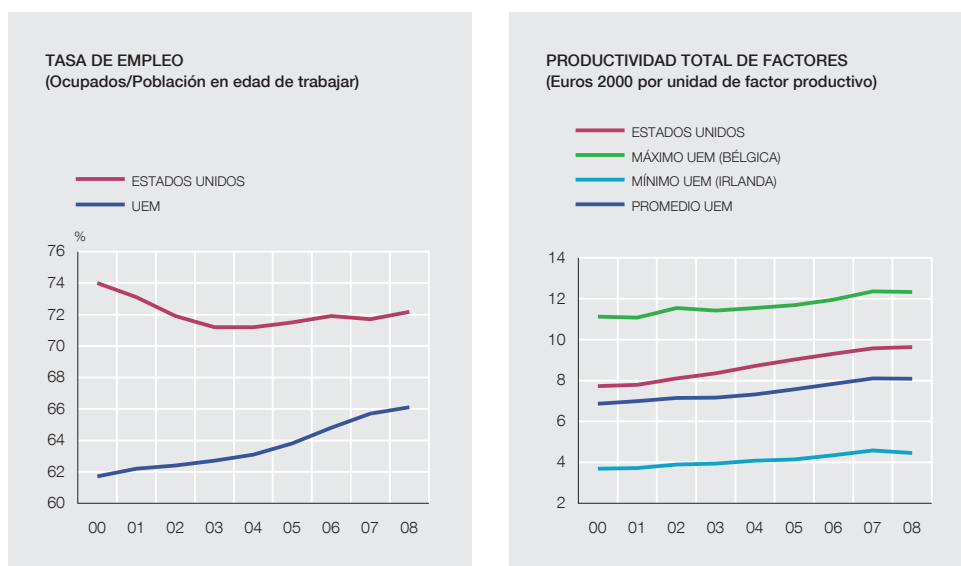
Las consecuencias de la crisis financiera, al inhibir la inversión de las empresas y la participación en el mercado de trabajo de algunos colectivos, pueden prolongarse en el tiempo y afectar al potencial de crecimiento de la economía a medio plazo. Por ello, aunque la política económica haya centrado su respuesta en actuaciones tendentes a evitar los riesgos de colapso financiero y a suavizar la recesión, resulta esencial aumentar la flexibilidad y eficiencia de la zona del euro para abrir nuevas oportunidades de inversión y preservar los incentivos para la búsqueda activa de empleo.

Con esta filosofía, el Plan Europeo de Recuperación Económica, junto con las medidas de estímulo fiscal antes mencionadas, enfatizó la necesidad de seguir avanzando en el proceso de reforma para alcanzar los objetivos de medio y largo plazo establecidos en la estrategia de Lisboa. En particular, en las circunstancias actuales es primordial aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo para contener el ajuste del empleo, sin descuidar la protección social de los colectivos más afectados por la crisis; favorecer la iniciativa empresarial y la mejora del acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYME); impulsar la innovación y el conocimiento para promover la reorientación de la actividad productiva hacia los sectores de mayor valor añadido; y, en fin, fomentar la competencia, especialmente en los servicios.

La mayoría de los países de la zona del euro introdujo medidas para suavizar el ajuste de los mercados de trabajo

El ritmo de creación de empleo experimentó una corrección drástica a finales de 2008 y las previsiones de la Comisión Europea sugieren que la tasa de paro podría superar el 11% en 2010. La tasa de empleo se mantuvo prácticamente estable (en torno al 66%) en 2008, lejos del nivel de 70% establecido como objetivo en la Agenda de Lisboa para el año 2010. Con ello se interrumpe un período de continuos avances en la utilización del factor trabajo, que se había visto favorecido por las favorables condiciones económicas, pero también por las reformas de los mercados de trabajo que ha afrontado la mayoría de los Estados miembros en los últimos años en torno a la estrategia de «flexiguridad», que promueve al mismo tiempo la flexibilidad del mercado laboral, la protección a los trabajadores desempleados y las políticas activas de empleo (véase gráfico 4.5).

En esta línea, prácticamente todos los planes nacionales de reactivación de la economía incorporaron medidas de fomento del empleo. La mayoría de los países aumentó los fondos destinados a la mejora de los servicios públicos de ayuda para la búsqueda de un nuevo empleo y a la formación de desempleados. Algunos gobiernos aceleraron también sus planes de reducción de la «cuña impositiva» —diferencia entre el coste salarial bruto soportado por



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

el empleador y el salario neto que recibe el trabajador—, mediante recortes de las cotizaciones sociales de los trabajadores y empresarios y del impuesto sobre las rentas del trabajo, dirigidos en general hacia los segmentos de la población de rentas más bajas. Pero, sobre todo, destacan las iniciativas que permiten flexibilizar las horas de trabajo mientras persista la crisis, sin extinguir la relación laboral. En conjunto, todas estas actuaciones contrastan con las realizadas en el pasado, que pretendieron suavizar el ajuste del empleo recurriendo a las jubilaciones anticipadas o al incremento del empleo público y que acabaron teniendo un impacto no deseado sobre las tasas de participación y las cuentas públicas.

Y se avanzó en la eliminación de barreras a la movilidad de los trabajadores

A nivel europeo, cabe mencionar los esfuerzos para aumentar la movilidad de los trabajadores, con la aprobación del Marco Europeo de Cualificaciones en abril de 2008, que facilita la comparabilidad de los niveles de cualificación de los estudiantes y trabajadores de los distintos Estados miembros, aunque todavía existen considerables restricciones en lo que se refiere a la transferencia de pensiones y prestaciones sociales.

Es esencial eliminar las barreras a la contratación para evitar un deterioro de los incentivos a participar en el mercado de trabajo y un aumento del desempleo estructural

Los avances en la *flexiguridad* han situado al conjunto de la zona del euro en una mejor posición para afrontar la crisis, pero en general son escasos los países que han iniciado reformas en la legislación de la protección al empleo, que regula la contratación y el despido de los trabajadores. Por lo tanto, es probable que el peso del ajuste recaiga principalmente sobre los trabajadores con contrato temporal y sobre aquellos colectivos con mayores dificultades para acceder a un puesto de trabajo cuando el mercado es menos dinámico (como los jóvenes o los trabajadores de mayor edad). Así, en la actualidad resulta todavía más necesario avanzar en la reforma de los mercados de trabajo mediante la reducción de las barreras a la contratación y el impulso de las políticas de formación y de reinserción laboral para aumentar la capacidad de ajuste de las economías y facilitar la transición de los trabajadores hacia los nuevos empleos que surjan tras la crisis. Y todo ello con el reto de lograr que los mecanismos de protección social que se están activando no debiliten los incentivos para participar activamente en el mercado de trabajo. También conviene eliminar rigideces en los sistemas de negociación salarial que impiden que los salarios se adapten con mayor rapidez a la situación de las empresas —tal y como se refleja en el hecho de que en el último trimestre de 2008 los salarios negociados aumentaron un 3,6% en el conjunto de la zona del euro, la tasa más alta observada desde 1995—.

	2000		ÚLTIMO DATO		ÚLTIMO DATO
	UEM	UEM/EEUU EEUU = 100	UEM	UEM/EEUU EEUU = 100	
<b>PIB PER CAPITA Y COMPONENTES</b>					
PIB per cápita (1.000 € corrientes en ppc)	21,6	71,9	27,4	72,2	2008
Población 15-64 / Población total	67,2	101,5	66,5	98,9	2008
Tasa de empleo	61,7	83,4	66,1	91,6	2008
Tasa de paro	8,3	207,5	7,5	129,3	2008
Productividad total de los factores	6,9	89,0	8,1	84,0	2008
<b>NIVEL TECNOLÓGICO</b>					
Gasto en I + D / PIB	1,8	67,4	1,9	71,3	2007
Gasto en I + D privado / PIB (UE 15) (a)	1,2	65,0	1,2	62,7	2007
Patentes triádicas por millón de habitantes	29,5	57,5	29,9	56,2	2006
Gasto en TIC per cápita	1.153,7	34,9	2.242,6	65,6	2007
Penetración de banda ancha por cien habitantes	0,4	16,9	21,9	100,4	2007
Capital-riesgo en las primeras fases de la inversión	0,1	22,9	0,0	60,6	2007
<b>CALIDAD DEL CAPITAL HUMANO</b>					
Gasto público en educación / PIB	4,5	77,7	5,3	100,2	2005
Gasto privado en educación / PIB	0,6	24,7	0,6	25,0	2005
<i>Población activa con estudios terciarios</i>	22,1	63,4	24,0	40,1	2005
<i>Población activa con estudios secundarios</i>	43,4	84,2	38,7	128,6	2005
<i>Población activa con estudios primarios</i>	33,8	247,0	36,2	362,4	2005
Graduados en ciencia y tecnología (UE 15)	10,0	103,1	12,8	124,3	2006
Aprendizaje continuo	5,4	—	8,4	—	2007
<b>ENTORNO EMPRESARIAL</b>					
Coste de apertura de una empresa (% del PIB pc) (b)	9,6	1.371,9	7,6	1.090,9	2008
Tiempo requerido para abrir una empresa (días) (b)	46,3	772,4	16,6	277,3	2008
<b>EFICIENCIA ENERGÉTICA</b>					
Intensidad energética de la economía (UE 15)	185,6	55,5	179,0	61,5	2006
Electricidad generada por fuentes renovables (%) (UE 15)	14,6	—	15,3	—	2005

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.

El grado de eficiencia de la zona del euro apenas ha mejorado en los últimos años

El aumento de la utilización del factor trabajo de los últimos años no ha venido acompañado, sin embargo, de una mejora sustancial en el grado de eficiencia de la economía, tal y como se aprecia en el gráfico 4.5, donde se presenta la productividad total de los factores para la zona del euro y para Estados Unidos. Esta circunstancia ilustra la necesidad de realizar mayores esfuerzos para la creación de un entorno empresarial suficientemente competitivo y para incorporar los avances tecnológicos en los procesos productivos.

Los avances para incorporar el progreso técnico y el conocimiento en los procesos productivos han sido limitados

La insuficiencia del esfuerzo realizado resulta especialmente notable en el caso de la innovación y del conocimiento. En concreto, los indicadores más recientes muestran avances en la extensión de la sociedad de la información a los hogares y en la disponibilidad de fuentes de financiación para la innovación (fondos de capital-riesgo) (véase cuadro 4.2). No obstante, el gasto en investigación y desarrollo del total de la economía no acaba de despegar y permanece anclado en el 1,9% del PIB, muy lejos del objetivo del 3% fijado en la estrategia de Lisboa para el año 2010. Especialmente significativo es el desfase existente en relación con Estados Unidos en el esfuerzo en I + D realizado y financiado por las empresas, que se refleja en un reducido peso de los sectores intensivos en tecnología y con mayor potencial de expan-

sión. A lo largo de 2008 la Comisión ha puesto en marcha diversas iniciativas que pretenden avanzar hacia la creación del Espacio Europeo de Investigación, impulsando la movilidad internacional de los investigadores, la reforma de la educación superior para mejorar el rendimiento de las universidades y una mayor cooperación entre los centros de investigación, las universidades y las empresas. Pero todavía son necesarios mayores esfuerzos por parte de los Estados miembros para eliminar las barreras que obstaculizan la innovación, facilitar que la financiación llegue a las empresas innovadoras y mejorar la regulación de la propiedad intelectual.

En el caso de la educación, aunque el porcentaje de la población con estudios superiores ha aumentado en los últimos años, alcanzando el 21,3% de la población en edad de trabajar en 2008 (cinco puntos por encima de la cifra del año 2000), la tasa de abandono escolar sigue siendo elevada, y la calidad y el atractivo de los sistemas de formación profesional, insuficientes.

La reducción de las barreras administrativas avanza a buen ritmo

En contraste con lo anterior, los progresos realizados para el fomento de la iniciativa y la mejora del entorno empresarial están siendo notables. A lo largo de 2008 la mayoría de los Estados miembros y la Comisión Europea acometieron proyectos orientados a la identificación y reducción de las cargas administrativas y regulatorias que obstaculizan la creación y la expansión de las empresas. Además, teniendo en cuenta la importancia de las PYME (representan un 99% del total de las empresas de la UE y un 70% del empleo), el Parlamento Europeo aprobó en diciembre de 2008 la denominada «Ley de la Pequeña Empresa», que establece plazos máximos para la creación de empresas (una semana, frente a los 16 días actuales) y para la obtención de permisos y licencias empresariales. También se incorporan propuestas para fomentar el espíritu emprendedor de las PYME, su esfuerzo en innovación y su orientación hacia los mercados internacionales. No obstante, todavía son necesarios mayores esfuerzos para simplificar los requisitos contables y, especialmente, para mejorar el acceso de las PYME a las fuentes de financiación, ya que, tras las barreras administrativas, la falta de financiación es el obstáculo que con mayor frecuencia mencionan las empresas entre los factores que limitan su expansión, incluso en el período anterior al estallido de la crisis financiera. El impulso al desarrollo de instituciones especializadas, como las empresas de capital-riesgo y otros inversores individuales (*business angels*), contribuiría a suavizar esta limitación.

La implementación de la Directiva de Servicios podría suponer nuevas oportunidades de empleo y atenuar la persistencia de la inflación en estas actividades

Por lo que se refiere al fomento de la competencia y al fortalecimiento del mercado único, uno de los hechos destacables en la fase de recesión actual es la resistencia a la baja que está mostrando la inflación de los servicios en el área del euro, pese a la desaceleración de su demanda. Por ello, la implementación completa de la Directiva de Servicios prevista para diciembre de 2009 constituye una de las piezas angulares de la estrategia de reforma europea. Hasta el momento, los distintos Estados miembros han realizado un análisis exhaustivo de la legislación nacional y territorial que deberán modificar para eliminar las barreras existentes a la provisión internacional de servicios y a la libertad de establecimiento. También se aprecian avances en el establecimiento de ventanillas únicas, cuyo propósito es facilitar los trámites administrativos de las empresas. Pero en la actualidad resulta complejo determinar si la transposición de la Directiva avanza a un ritmo adecuado, ya que la fase más exigente ha de llevarse a cabo a lo largo de 2009. Por otra parte, existen algunos servicios profesionales para los que la regulación es restrictiva, y que han quedado fuera del alcance de la Directiva. A ello cabe añadir que todavía hay margen para reforzar la competencia en algunas industrias de red, como la electricidad y el gas, donde hay que avanzar hacia la separación efectiva de las actividades de producción y distribución, y eliminar la regulación de los precios, y también en el transporte por ferrocarril y en el comercio minorista.

En los mercados financieros son necesarios cambios en la regulación de gran alcance

Por lo que respecta a los mercados financieros, la coyuntura actual ha puesto de manifiesto numerosas deficiencias en los sistemas de regulación y supervisión financiera. Con el objeto de paliar estas carencias, las instituciones europeas están desarrollando un conjunto de planes y medidas coherentes con las directrices acordadas en el ámbito internacional (Foro de Estabilidad Financiera y G 20), cuyos objetivos últimos son aumentar la transparencia de los sistemas de información financiera para incrementar la capacidad de supervisión y mejorar la valoración de los riesgos y la protección de los inversores. También se están discutiendo reformas para reducir la prociclicidad del sistema financiero, el aumento de los requisitos de capital y los cambios en la regulación de las agencias de calificación de riesgos y de los fondos de alto riesgo (véase el recuadro 3.3).

En 2008 se aprobó un plan para el aumento de la eficiencia energética y la lucha contra el cambio climático

Por último, los elevados precios de las materias primas que prevalecieron hasta los meses centrales de 2008 y la aparición de algunos problemas puntuales en el suministro energético pusieron de relieve la importancia de favorecer la eficiencia energética y diversificar las fuentes de abastecimiento, tal y como contemplan los objetivos de la política energética europea. En esta línea, el 17 de diciembre el Parlamento Europeo aprobó el paquete «Cambio climático y Energía», que establece un compromiso de reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero, junto con un conjunto de medidas destinadas a reducir el consumo energético y a fomentar el recurso a las energías renovables. Para conseguir estos objetivos, resulta necesario el desarrollo de infraestructuras de interconexión con los países productores de energía, mejorar el funcionamiento del sistema de intercambio de derechos de emisión y, sobre todo, evitar que las empresas europeas más respetuosas con el medio ambiente tengan desventajas competitivas, para lo cual se requiere avanzar en la coordinación internacional de las políticas contra el cambio climático en la cumbre que tendrá lugar en Copenhague en diciembre de 2009.

### **3 La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en el área del euro**

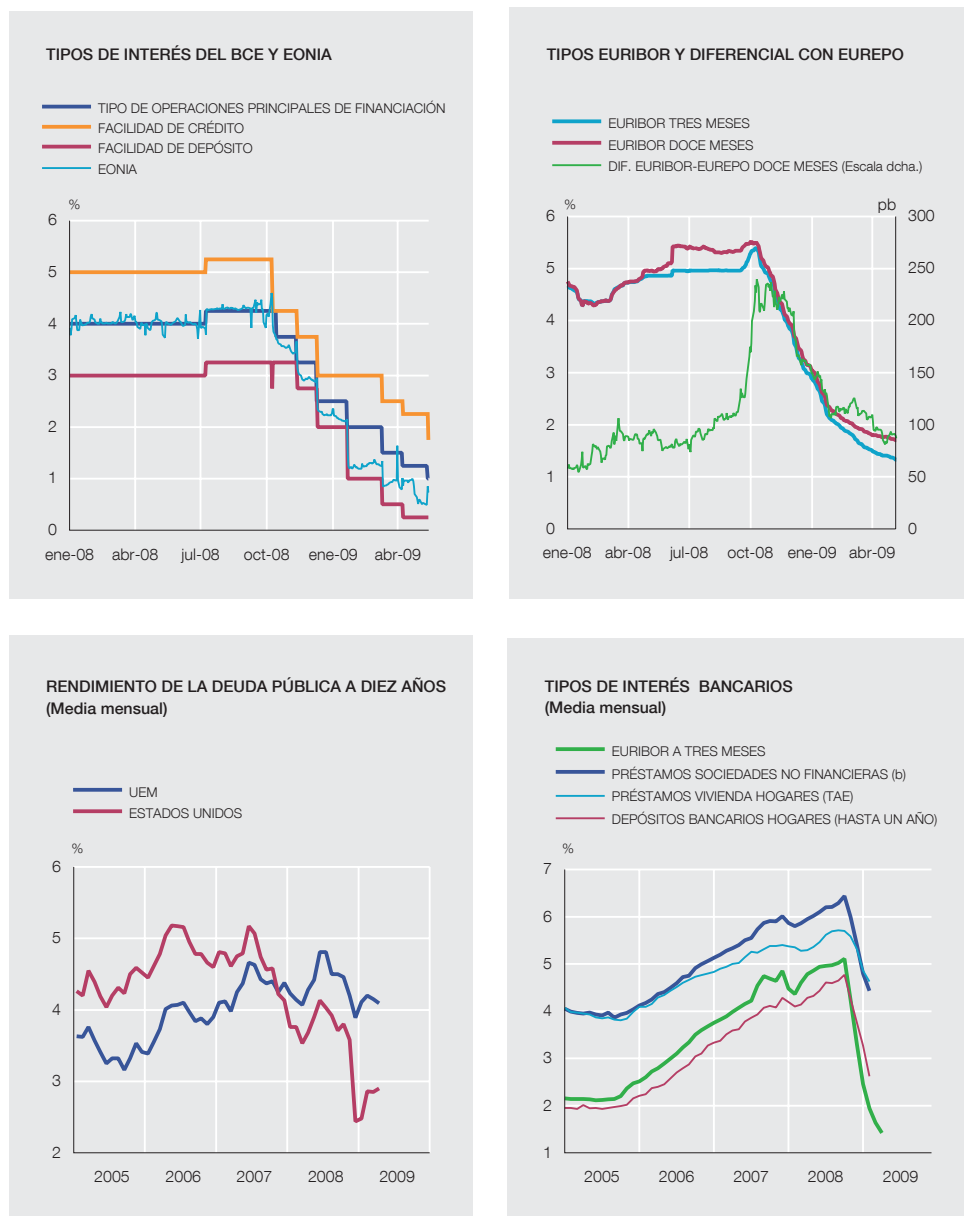
#### **3.1 LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA**

Un panorama particularmente complejo para la política monetaria en la primera parte de 2008

Durante la primera parte de 2008 la política monetaria se enfrentó a un panorama particularmente complejo, en el que se combinaban, por un lado, destacadas presiones inflacionistas procedentes del encarecimiento acumulado del precio del petróleo y, por otro, riesgos contractivos derivados de la prolongación de las tensiones en los mercados financieros. En el terreno de los precios, el IAPC crecía a una tasa interanual superior al 3% desde principios de año y los análisis disponibles proyectaban una desviación persistente por encima del 2%. Además, los indicadores de utilización de la capacidad productiva no cedían y los salarios aumentaban a tasas elevadas. En este contexto resultaba esencial asegurar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecieran en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios y que no aparecieran efectos de segunda ronda. A su vez, la prolongación de las tensiones financieras configuró unas condiciones de financiación más restrictivas que lo que se desprendía del nivel de los tipos oficiales, que ejercían un impulso contractivo sobre el gasto. Por otra parte, a pesar de que las elevadas primas de riesgo negociadas en los mercados sostenían unos tipos bancarios al alza y de que la Encuesta sobre Préstamos Bancarios apuntaba una progresiva contracción de la oferta, los agregados crediticios mantenían un comportamiento relativamente robusto. Además, como ya se ha señalado (véase recuadro 4.1), los indicadores de actividad no reflejaron hasta después del verano que la economía estuviera entrando en una etapa de debilidad como la que hoy es evidente.

En julio, el BCE decidió elevar el tipo oficial en 25 pb, al tiempo que continuaba aplicando una política de provisión de liquidez amplia

En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo el tipo de interés oficial en el 4% hasta mitad del año (véase gráfico 4.6). En julio, cuando los riesgos sobre la inflación se hicieron más perceptibles, elevó el tipo de intervención en 25 pb, con el fin de asegurar que las expectativas de inflación a medio y largo plazo se mantuvieran ancladas. Estas decisiones se combinaron con la continuación de una política de inyección de liquidez suficientemente holgada, que, como se explica en el recuadro 4.2, permitía satisfacer las mayores necesidades



FUENTE: Banco Central Europeo.

de las entidades de crédito de la zona del euro y trataba de aliviar las tensiones provocadas por las disfunciones de los mercados.

A partir de septiembre, el cambio en el escenario económico y de precios dio lugar a una rápida relajación de la política monetaria y a una flexibilización adicional del marco operativo

A partir de septiembre, el empeoramiento del escenario de crecimiento y la desaparición de los riesgos al alza para la estabilidad de precios determinó un giro completo de la orientación de la política monetaria. Así, en octubre se inició un rápido proceso de relajación, que comenzó con una rebaja de tipos de 50 pb, dentro de una acción concertada y sin apenas precedentes de los principales bancos centrales de las economías más desarrolladas. Esta decisión fue seguida de recortes adicionales, algunos de una magnitud importante (75 pb en diciembre), que llevaron el tipo de las operaciones principales de financiación al 1% en mayo de 2009, nivel desconocido en la historia del BCE. Además, como se explica en detalle en el recuadro 4.2, la gravedad de la crisis requirió aprovechar la flexibilidad del marco operativo del BCE para expandir la oferta de liquidez.



La crisis financiera internacional desencadenada en el verano de 2007 tuvo uno de sus efectos más visibles e inmediatos en los mercados interbancarios. El cambio en la percepción del riesgo de crédito en el sector bancario y las mayores necesidades de liquidez por motivo precaución se reflejaron en un incremento sustancial de las primas de riesgo incorporadas en los diferenciales

del EURIBOR, con los tipos de interés de los depósitos con garantía (*EUREPO*), y en una drástica reducción de la actividad en las operaciones a plazo sin garantía. Como puede apreciarse en los gráficos 1 y 2, estas dificultades permanecieron en 2008 y 2009, sin que se conozca un período semejante tan prolongado de mal funcionamiento de los mercados interbancarios. Además,

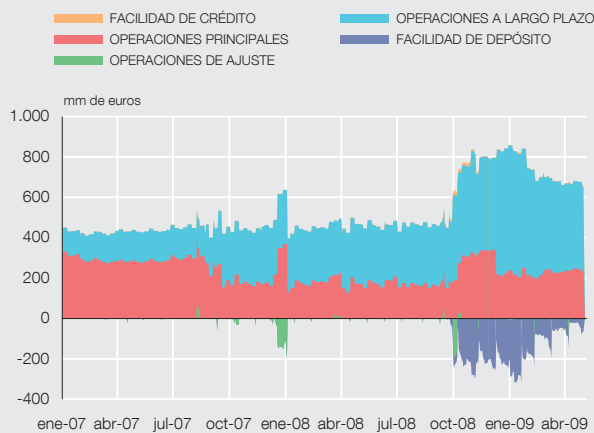
**1 DIFERENCIAL EURIBOR - EUREPO**



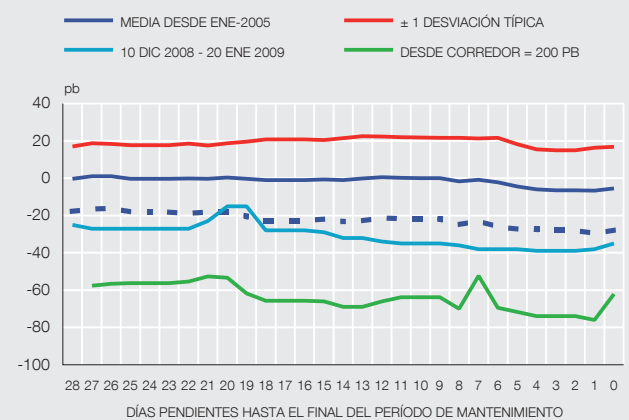
**2 PRIMAS DE RIESGO DEL CRÉDITO INTERBANCARIO A DOCE MESES**



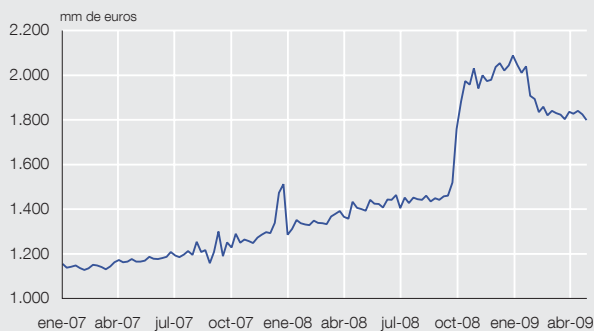
**3 OFERTA DE LIQUIDEZ**



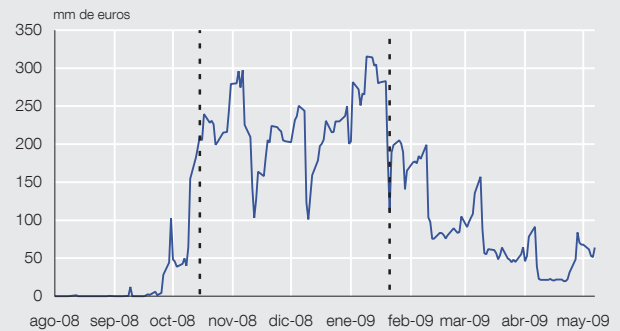
**4 DIFERENCIAL EONIA Y TIPO DE INTERVENCIÓN DEL BCE**



**5 BALANCE DEL BCE. TOTAL ACTIVOS**



**6 FACILIDAD DE DEPÓSITO (a)**



FUENTES: Datastream y Banco Central Europeo.

a. El período comprendido entre las líneas verticales discontinuas coincide con la reducción del corredor de las facilidades marginales a 100 pb.

la intensidad de los hechos se agudizó puntualmente durante los episodios de tensión adicional, como el del cierre del año 2007, el colapso de Bear Stearns en marzo de 2008 o, de forma especialmente destacada y más persistente, con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre.

La importancia del mercado interbancario en la transmisión de la política monetaria requirió que se continuara flexibilizando la política de provisión de liquidez durante 2008. Hasta el mes de septiembre, se extendieron y reforzaron las medidas introducidas en 2007 sin necesidad de modificar el marco operativo. En primer lugar, se siguió satisfaciendo la preferencia de los bancos por el cumplimiento adelantado de los requisitos de reservas, lo que se reflejó en una mayor oferta de liquidez al principio de los períodos de mantenimiento. En segundo lugar, se aumentó el número de operaciones de inyección suplementarias a tres meses y se añadieron otras a seis meses, alargando aún más el vencimiento de la financiación otorgada. Por último, para atender las necesidades de dólares de las entidades se amplió la provisión de fondos en esta divisa a través de las operaciones TAF (*Term Auction Facility*) extendiendo el acuerdo con la Reserva Federal de Estados Unidos.

El recrudescimiento de la crisis en septiembre de 2008 hizo que el diferencial del EURIBOR a doce meses con los tipos de interés de los depósitos con garantía a igual plazo — que es una medida de la prima de riesgo incorporada en el primero — se disparara hasta superar los 200 pb. La constatación de que el mercado interbancario había dejado de funcionar como mecanismo eficiente de distribución de la liquidez entre entidades determinó que el BCE tomara medidas de gran alcance, pasando a satisfacer las necesidades brutas de liquidez del sistema e introduciendo modificaciones en su marco operativo que llevarían a expandir sustancialmente el tamaño de su balance.

En particular, se sustituyó el sistema tradicional de subastas mediante tipo de interés variable por otro de tipo fijo y adjudicación plena, lo que suponía renunciar al control de las cantidades. Este cambio se aplicó a las subastas regulares, tanto las semanales como todas las operaciones a más largo plazo (LTRO), con vigencia al menos hasta después del cierre de 2009, y también a las operaciones a plazo en dólares. Por otra parte, se estrechó el diferencial entre los tipos de interés de la facilidad marginal de depósito y la de crédito, hasta los 100 pb. Además, se siguió reforzando la financiación a más largo plazo, mediante la renovación de las LTRO que iban venciendo y la introducción de otras nuevas, de tal forma que a finales de 2008 las LTRO representaron más del 75% del total de los fondos prestados en euros (véase gráfico 3). A estas medidas se sumaron nuevas operaciones de inyección en dólares, con subastas a siete días además de las ya existentes a 28 y 84 días, y la posibilidad de realizar *swaps* en divisas. Asimismo, tras un acuerdo con el Banco Nacional Suizo, se proporcionó liquidez en francos suizos, vía *swaps*, inicialmente a siete días y después también a 84 días. Finalmente, ante la eventualidad de escasez de colateral para acceder a una oferta de liquidez tan amplia, el BCE aumentó la lista

de instrumentos admisibles añadiendo valores con calificación crediticia más reducida (hasta BBB– excluyendo bonos titulizados), emisiones de renta fija de las entidades de crédito incluyendo certificados de depósitos, deuda subordinada negociable y activos denominados en divisas siempre que se emitan y liquiden en el área del euro.

La situación de abundante liquidez se reflejó en una tendencia del tipo EONIA a situarse de forma sistemática muy por debajo del tipo de las subastas semanales, a una distancia mucho mayor a partir de enero, cuando el diferencial entre las facilidades marginales se restableció a los 200 pb (véase gráfico 4). De hecho, desde octubre la adjudicación plena de las solicitudes en las operaciones de inyección semanales ha venido a sustituir el papel de la facilidad de crédito, lo que de facto ha venido a desplazar el límite superior de fluctuación del tipo EONIA.

Como consecuencia de estas decisiones, el balance del BCE aumentó de forma considerable. En relación con la situación de mediados de 2007, el activo del BCE creció alrededor de un 70%, lo que representa más de 800 mm de euros o en torno al 8% del PIB de la UEM (véase gráfico 5). No obstante, la provisión neta de liquidez fue más reducida porque los excesos de recursos no fueron colocados en los mercados, sino que las entidades hicieron uso de la facilidad de depósito (véase gráfico 6). Este mecanismo de drenaje fue fomentado por la reducción del diferencial de esta facilidad con las operaciones principales de financiación. Para limitar esta práctica, la banda de las facilidades fue restablecida en enero, lo que ha contribuido a la contracción del balance desde mediados de febrero — junto con una menor demanda de refinanciación en dólares —.

En resumen, el recrudescimiento de la crisis financiera internacional en 2008 requirió, al igual que en otras partes del mundo, una adaptación de los sistemas de provisión de liquidez sin precedentes. Las intervenciones del BCE contribuyeron a mitigar las tensiones financieras derivadas del bloqueo de los mercados de financiación mayoristas. No obstante, estas medidas de apoyo, aunque necesarias, tienen una capacidad por sí solas limitada para resolver los problemas fundamentales de confianza y de actitud hacia el riesgo que continúan lastrando el buen funcionamiento de los mercados. Por ello, los diferenciales interbancarios y los indicadores de riesgo de crédito en el sector bancario se han mantenido en niveles relativamente altos, a pesar de su paulatina reducción desde los máximos de octubre.

En el Consejo de Gobierno del 7 de mayo de 2009, en el que el BCE redujo los tipos de interés de las operaciones principales de financiación hasta el 1%, estrechó también la banda formada por los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la de depósito de 200 pb a 150 pb y mantuvo el tipo de interés de esta segunda en el 0,25%. Paralelamente, anunció la introducción de tres nuevas operaciones de inyección de liquidez a un plazo de doce meses, así como la ampliación de las medidas no convencionales a la adquisición de cédulas hipotecarias emitidas por los bancos de la zona del euro.

### 3.2 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

Las condiciones financieras se endurecieron y algunos mercados presentaron una volatilidad muy alta

El agravamiento de la crisis financiera en septiembre requirió actuaciones extraordinarias del BCE y de los gobiernos, que lanzaron planes de apoyo al sistema financiero dentro de un marco de principios comunes

El mercado interbancario se vio particularmente afectado por la crisis, con elevadas primas en el EURIBOR, que llegaron a niveles máximos en octubre

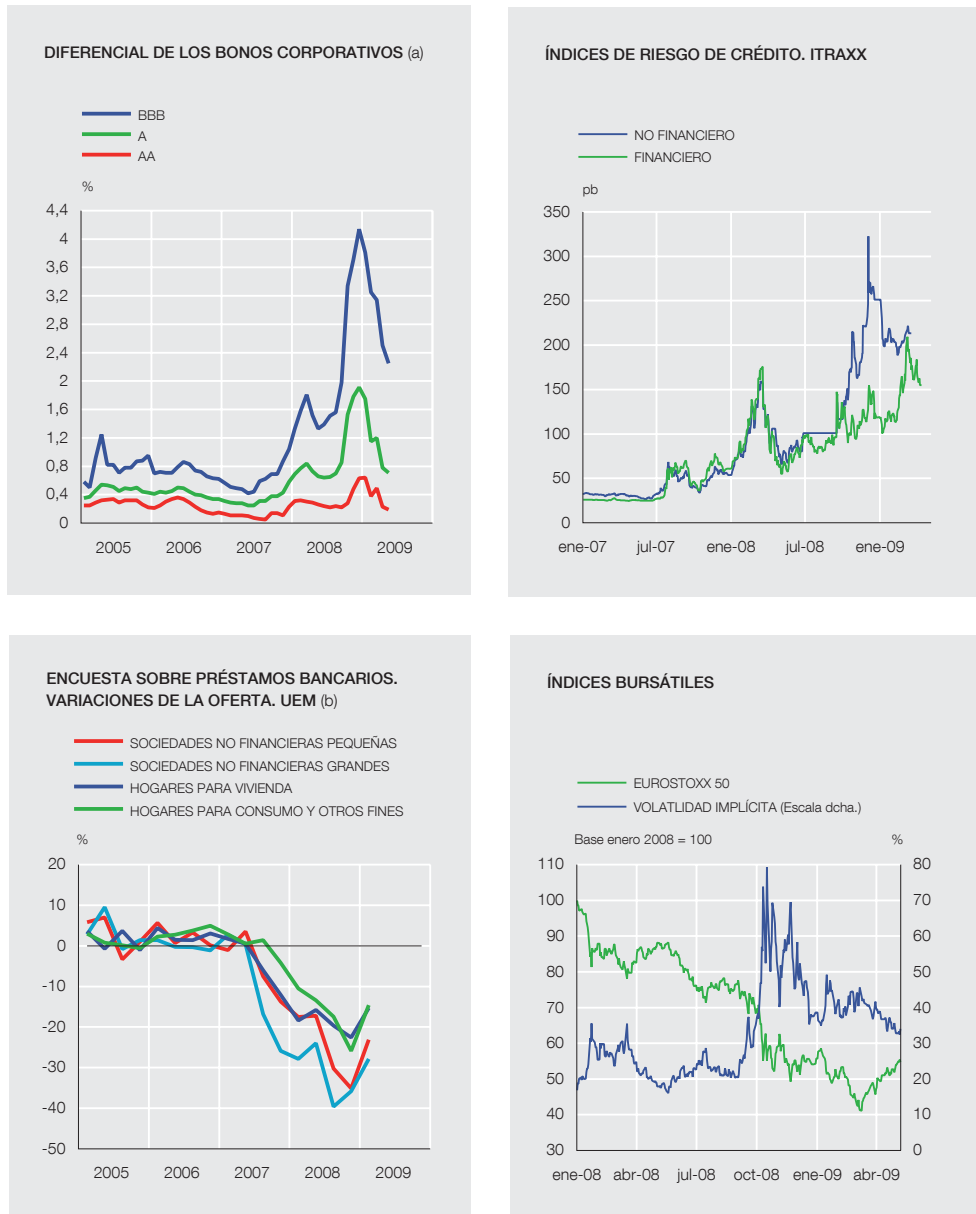
La deuda pública siguió actuando como refugio y los diferenciales entre bonos soberanos se ampliaron

Las condiciones financieras en la UEM se volvieron más restrictivas a lo largo de 2008, como resultado del encarecimiento de la financiación, los términos más estrictos en la concesión de fondos y la pérdida de valor de los activos. Además, la evolución de las cotizaciones en los mercados de capitales y cambiarios presentó una volatilidad muy elevada, particularmente en el último trimestre del año.

El recrudecimiento de las tensiones en el sistema financiero internacional a finales del verano tuvo un rápido contagio sobre la UEM, hasta el punto de que varias entidades de dimensión sistémica —como Dexia, Fortis o Hypo Real Estate— tuvieron que ser rescatadas, y la alarma generada llegó a manifestarse en una gran demanda de efectivo. Estos episodios y la elevada incertidumbre sobre la fortaleza del balance de las instituciones financieras provocaron, al igual que en otras partes del mundo, bruscas reacciones a la baja en el precio de los activos y una agudización de los problemas de financiación. Las actuaciones del BCE y el lanzamiento de ambiciosos planes de apoyo nacionales evitaron consecuencias mayores, pero las elevadas primas de riesgo y unos criterios de concesión de financiación más estrictos continuaban existiendo incluso a principios de 2009 y a pesar de que los bancos fueron trasladando gradualmente las disminuciones de los tipos de interés oficiales a su clientela. Los planes nacionales de apoyo al sistema financiero, a los que se ha hecho referencia en otras partes de este Informe, contaron con dotaciones superiores al 20% del PIB en la UEM. Además, estuvieron en cierto modo coordinados por el marco de principios comunes que el Eurogrupo acordó el 12 de octubre, con el objetivo de contribuir a una mayor eficacia de las medidas y evitar posibles distorsiones a la competencia. Para mantener la fluidez de los préstamos a la economía, algunos países —incluyendo Alemania, Francia, España e Irlanda— condicionaron sus actuaciones a la expansión de la oferta del crédito de las entidades, iniciativa que se complementó en diciembre con la adopción por parte de la Comisión Europea de un marco de medidas temporales (hasta 2010) de estímulo directo al crédito, dentro del Plan Europeo de Recuperación Económica.

Las disfunciones de los mercados de capitales fueron muy evidentes en el interbancario, que vio enormemente reducida su actividad, particularmente en las operaciones no colateralizadas a plazos más largos. Como reflejo de esta situación, los tipos del EURIBOR incorporaron durante todo el año unas primas de riesgo muy elevadas, que repuntaron en los momentos de mayor inestabilidad financiera, hasta alcanzar niveles máximos superiores a 200 pb en octubre. A partir de entonces, las primas de riesgo se redujeron paulatinamente, hasta situarse en valores similares a los vigentes antes de la quiebra de Lehman Brothers. Esta disminución y, sobre todo, la relajación intensa de la política monetaria tuvieron su reflejo en un notable descenso del EURIBOR a tres meses, que se situó por debajo del 1,5% en abril, desde más del 5% en octubre de 2008.

Los bonos soberanos actuaron como activo refugio durante los episodios de mayor turbulencia financiera, lo que dio lugar a amplias fluctuaciones en su rentabilidad. En el conjunto del ejercicio, los tipos a diez años en la UEM se redujeron de forma moderada, hasta niveles cercanos al 4%, lo que supuso una ampliación del diferencial negativo con los tipos en Estados Unidos, donde se observó una caída más intensa. A medida que avanzó el año, las perspectivas de un menor crecimiento de la economía y de los precios y la relajación de la política monetaria presionaron a la baja los tipos a largo plazo, mientras que el previsible deterioro de las finanzas públicas derivado de los paquetes de estímulo fiscal y de apoyo financiero tendió a elevar el coste de las emisiones públicas. De hecho, los diferenciales de los bonos soberanos en la UEM frente a la referencia alemana se ampliaron sustancialmente y se mantienen en



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

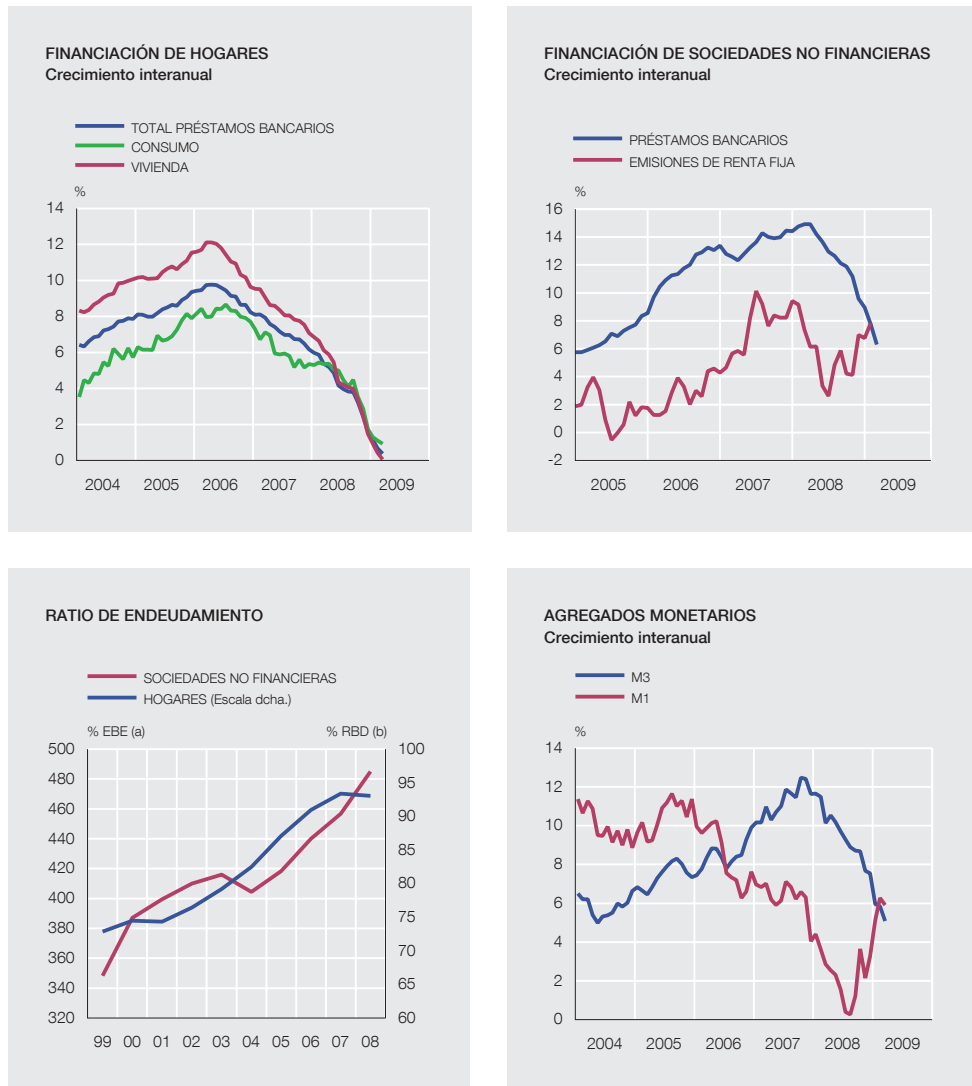
a. Emitidos por sociedades no financieras en euros. Diferencial con respecto a los bonos con calificación crediticia AAA.

b. Indicador = % entidades que señalan aumento considerable + % entidades que señalan cierto aumento  $\times 0,5$  - % entidades que señalan un cierto descenso  $\times 0,5$  - % entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo (negativo) significa un aumento (disminución) de la oferta

cotas elevadas, lo que refleja el aumento de las primas de riesgo de crédito y también una mayor preferencia por la liquidez (véase recuadro 6.2).

En los mercados de deuda privada aumentaron las primas de riesgo y las entidades financieras realizaron elevadas titulaciones que retuvieron en balance

Las condiciones de financiación también se endurecieron en los mercados de deuda privada, donde los diferenciales de rentabilidad se incrementaron de forma extraordinaria, particularmente en el último trimestre de 2008, tanto para empresas financieras como no financieras (véase gráfico 4.7). En este contexto, el mercado primario de emisiones tuvo una evolución desigual por tipo de instrumento. Las emisiones de bonos de peor calidad crediticia se redujeron sustancialmente, así como las de los *covered bonds* (bonos garantizados o cédulas hipotecarias en el mercado español, que cuentan con una



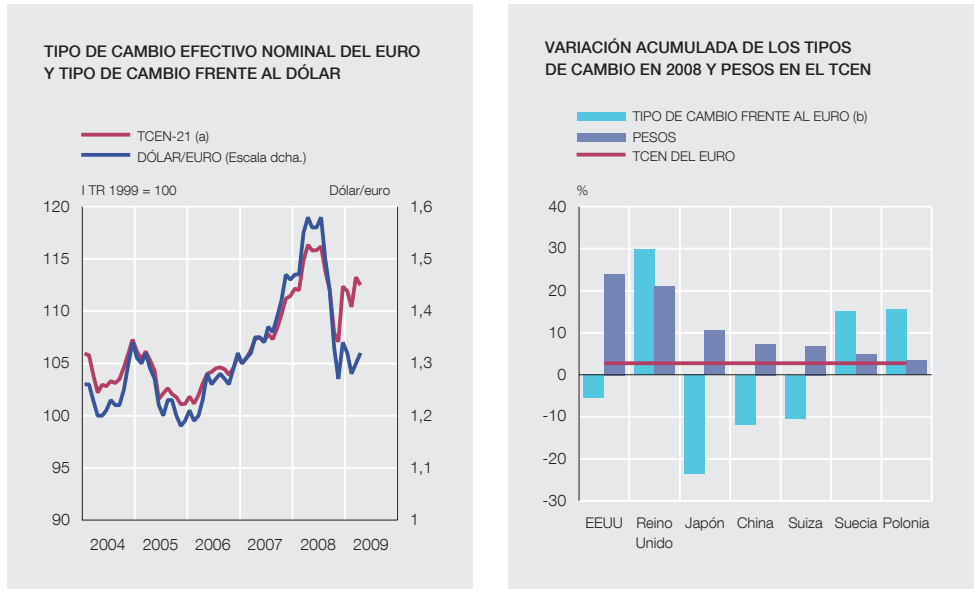
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Excedente bruto de explotación.
- b. Renta bruta disponible.

alta calificación). Sin embargo, las instituciones financieras acometieron cuantiosas titulaciones, que retuvieron en el balance para disponer de colateral y eventualmente acceder a la financiación del Eurosistema, y, a partir de noviembre, también comenzaron a proliferar las emisiones con aval estatal contempladas en los esquemas de apoyo de los gobiernos.

La oferta de préstamos bancarios se volvió más restrictiva y el crédito al sector privado se desaceleró, de forma más pronunciada en el último trimestre

En el mercado de préstamos bancarios, los tipos de interés también mantuvieron durante la mayor parte del año una tendencia alcista, en línea con la evolución del EURIBOR. Esta trayectoria se truncó en noviembre, cuando el coste de la financiación bancaria comenzó a reducirse de forma sustancial como parte del proceso de transmisión de la política monetaria más holgada. No obstante, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios siguió mostrando un progresivo endurecimiento de las condiciones de oferta, que reflejaba, sobre todo, el sustancial deterioro de la actividad económica y de los mercados inmobiliarios en algunos de los Estados miembros, y que se materializó en mayores exigencias en relación con las garantías, los plazos y, en general, las características de los créditos distintas del precio.



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

- a. EL TCEN-21 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 21 países: los pertenecientes a la UE 27 que no son miembros de la UEM en 2009 más Estados Unidos, Canadá, Australia, Noruega, Suiza, Japón, China, Hong Kong, Corea del Sur y Singapur.
- b. Un valor positivo (negativo) indica una apreciación (depreciación) del euro.

En este contexto, el crédito al sector privado fue perdiendo vigor, de forma más intensa desde mediados de 2008 (véase gráfico 4.8). Los préstamos al sector privado se desaceleraron cerca de 5 pp, hasta crecer en torno al 7% en 2008 en términos ajustados de titulización, trayectoria que se ha acentuado en los primeros meses de 2009. En el caso de los hogares, la financiación mostró una mayor atonía, tanto la destinada al consumo como a la adquisición de vivienda. Su crecimiento en el balance de los bancos no superó el 2% en 2008, frente al 6% en 2007, reducción que ha proseguido en la parte transcurrida de 2009. Como resultado, la ratio de deuda de las familias sobre la renta bruta disponible se mantuvo estable, tras seis años de crecimiento continuado. Los préstamos a las sociedades no financieras también se desaceleraron aunque mantuvieron tasas de crecimiento más elevadas (del 9%) en el conjunto del año, que supusieron un avance adicional de la ratio de endeudamiento del sector. Las operaciones de préstamo por importe superior al millón de euros fueron particularmente dinámicas, lo que refleja que la desaceleración afectó especialmente a las pequeñas y medianas empresas, para las que desde la primavera de 2008 se registran caídas en términos interanuales.

Las cotizaciones bursátiles descendieron de forma abultada, dentro de una elevada volatilidad

En los mercados bursátiles, las cotizaciones empezaron a experimentar descensos desde principios de año y se registró una volatilidad muy elevada. A medida que la crisis financiera se agravó y se constató su impacto sobre la actividad económica, la caída en el precio de los activos de renta variable se acrecentó y extendió a todos los sectores. En el conjunto de 2008, el índice EUROSTOXX 50 descendió casi un 45%, con caídas de más del 60% en el valor del sector de bancos. Este comportamiento se prolongó a principios de 2009, pero comenzó a corregirse a partir de marzo, cuando las cotizaciones de las bolsas europeas se sumaron a la buena acogida que tuvo en el resto de mercados de renta variable internacionales la concreción de nuevas medidas por parte de gobiernos y bancos centrales, particularmente de Estados Unidos y del Reino Unido.

El euro se apreció en términos efectivos y experimentó una elevada volatilidad

El tipo de cambio del euro también estuvo muy condicionado por la inestabilidad del sistema financiero internacional y la evolución económica. En el conjunto de 2008, el tipo efectivo del euro se apreció cerca de un 3%, aunque con fluctuaciones al alza y a la baja muy marcadas y con un comportamiento heterogéneo frente a las distintas monedas (véase gráfico 4.9). En términos acumulados del año, la depreciación frente al dólar y frente al yen fue del 5% y del 23%, respectivamente. Por otra parte, cabe destacar la apreciación frente a la libra esterlina de más del 28%. En 2009 el euro ha mantenido un comportamiento volátil y a partir de marzo al alza, particularmente frente a las divisas de aquellos países que relajaron más agresivamente sus políticas monetarias.

Los agregados monetarios, particularmente los más líquidos, moderaron sus tasas de crecimiento

Finalmente, los agregados monetarios contuvieron sustancialmente su dinamismo en 2008 y principios de 2009. No obstante, los flujos de inversión hacia los depósitos a plazo siguieron destacando durante gran parte del año, debido a su atractiva rentabilidad, comportamiento que se ha truncado en 2009. En cambio, los activos más líquidos —M1, que incluye efectivo y depósitos a la vista— se desaceleraron notablemente, si bien en el momento más crítico de la situación financiera (en septiembre y octubre) estos instrumentos recibieron una gran demanda.





## La economía española

A lo largo de 2008, la desaceleración que la economía española había comenzado a experimentar con anterioridad dio paso a un brusco ajuste, con caídas de la actividad en el segundo semestre, finalizando el año en una situación de recesión profunda. En los capítulos 1 y 2 de este *Informe Anual* se han descrito extensamente los factores que han determinado esa evolución, y que reúnen tanto elementos internos, relacionados especialmente con el proceso de ajuste inmobiliario, como externos, donde la crisis financiera internacional y sus implicaciones para la economía mundial desempeñan un papel destacado. Aunque el crecimiento del PIB en 2008 en España fue todavía positivo (1,2%), el año terminó con un descenso interanual en el último trimestre del 0,7%, que se agudizó en el primer trimestre de 2009 (en el que alcanzó el -3%). En términos de su composición, la evolución del PIB a lo largo de 2008 estuvo marcada por la debilidad creciente de los principales componentes de la demanda nacional, mientras que la demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB por primera vez en varios años, gracias al buen comportamiento de las exportaciones en la primera mitad del año y al descenso de las importaciones. El deterioro del panorama económico afectó con virulencia al empleo, que cayó un 0,6% en el conjunto del año, pero más de un 3% en términos interanuales en el cuarto trimestre, sin que se percibieran cambios en las pautas de negociación salarial, con los costes laborales creciendo por encima del 5%. Pese al negativo clima económico, la población activa siguió incrementándose a un ritmo sustancial (3%), lo que, unido a la destrucción de empleo, dio lugar a un aumento muy significativo de la tasa de paro, hasta el 13,9% en el cuarto trimestre de 2008, casi 6 puntos porcentuales (pp) más de lo observado a mediados de 2007. Las autoridades trataron de compensar la debilidad de la economía con una actuación expansiva de la política fiscal, que, junto con el frenazo de la actividad, condujo a un déficit público del 3,8% del PIB, lo que supone un incremento de 6 pp respecto al superávit registrado en 2007. La necesidad de financiación de la nación se recortó moderadamente en 2008, hasta el 9,1% del PIB, aunque, como en los otros indicadores, la corrección en la segunda mitad del año fue más significativa, ante el rápido descenso de las importaciones y la vuelta del precio del petróleo hacia niveles más moderados.

El precio de la energía fue uno de los principales factores que condujo a oscilaciones muy bruscas de la inflación a lo largo de 2008. Tras alcanzar una cota máxima en el verano del ejercicio pasado, el IPC ha experimentado una desaceleración muy rápida, hasta tasas negativas en la primavera de 2009, en parte provocadas por esos movimientos del precio del petróleo, pero también por el impacto de la recesión en la fijación de precios, lo que ha llevado a situar el diferencial de inflación con la UEM en registros crecientemente negativos desde diciembre de 2008.

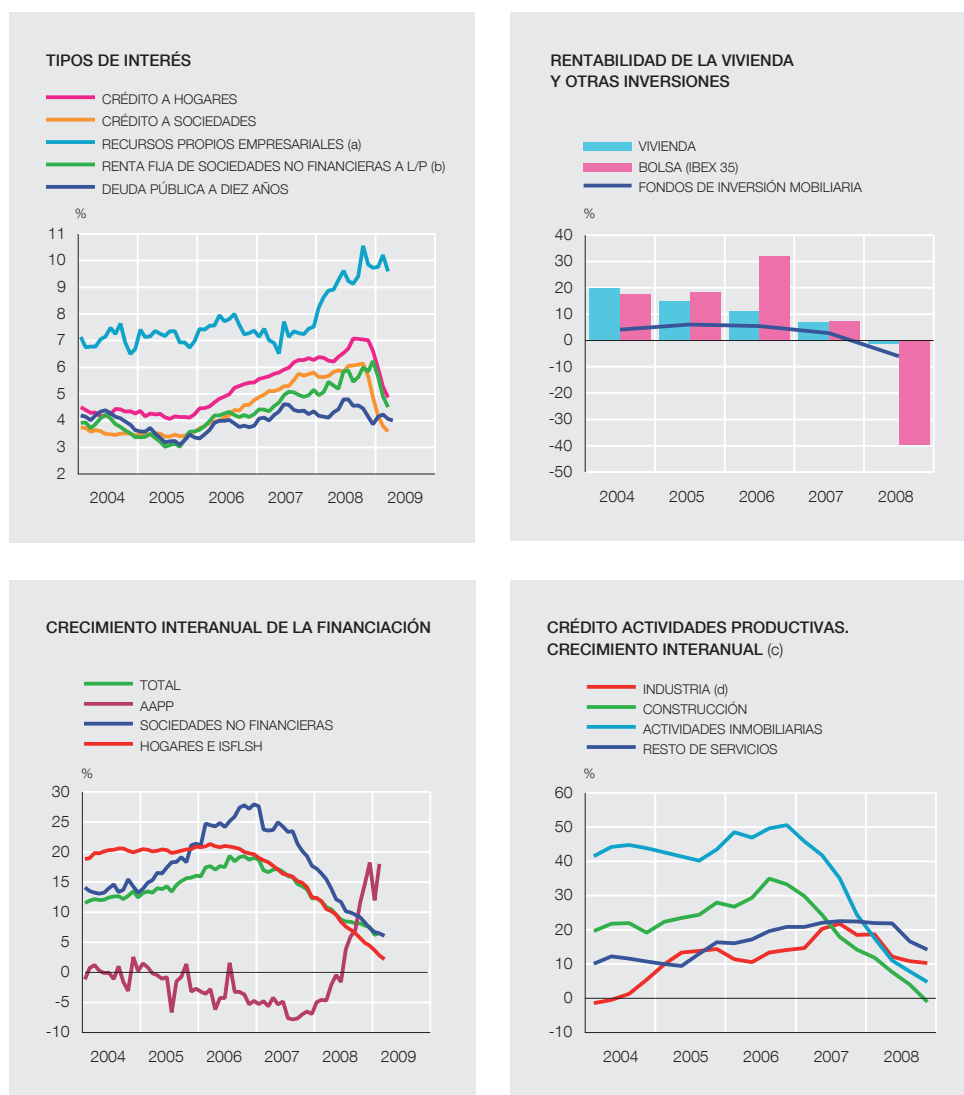
### **1 Las condiciones monetarias y financieras**

Las condiciones monetarias y financieras se endurecieron en 2008...

... aunque en la parte final del año se redujo el coste de financiación

Las condiciones de financiación de las sociedades y de las familias continuaron endureciéndose a lo largo de 2008 (véase gráfico 5.1), y lo hicieron a través de una doble vía. Por una parte, hasta finales del tercer trimestre se elevaron los tipos de interés de las operaciones crediticias, en línea con el ascenso de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, que se incrementaron como consecuencia fundamentalmente de las tensiones financieras. También aumentó el coste de las emisiones de deuda y de renta variable por parte de las empresas, debido al repunte de las primas de riesgo. Por otra parte, los criterios aplicados por las entidades para la concesión de préstamos se hicieron más restrictivos.

No obstante, durante los últimos meses del ejercicio descendieron las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios como consecuencia de la disminución de los tipos de interés oficiales, la revisión a la baja de las expectativas sobre el nivel de esos tipos y el recorte de las



FUENTES: 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. La titulización se incluye en la serie total, pero no en los distintos sectores, ya que no existe información para asignarla a los mismos.
- d. No incluye construcción.

primas de riesgo, movimiento que empezó a trasladarse al precio de la nueva financiación bancaria. Estas caídas también fueron incorporándose, aunque de forma más lenta, al coste medio de la deuda viva, dada la elevada proporción de los préstamos a tipo de interés variable.

Disminuyó el coste de financiación de la deuda pública y se apreció el tipo de cambio efectivo

También se redujo, en el conjunto del ejercicio, el coste de financiación de la deuda pública. Así, a finales de año la rentabilidad de las letras del Tesoro a doce meses se situó en el 2,1%, 1,9 pp menos que un año antes, mientras que la de las obligaciones a diez años pasó del 4,3% al 3,9%. Al igual que ocurrió con la mayoría de las deudas soberanas de la UEM, esta disminución fue inferior a la experimentada por la referencia alemana, por lo que se amplió el diferencial entre ambas, hasta colocarse en torno a 80 puntos básicos (pb) al cierre del año y

por encima de 120 pb en febrero de 2009. No obstante, posteriormente se ha observado una reducción de este indicador, hasta situarse a comienzos de mayo en torno a 70 pb. Por su parte, la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal (de 2,7 pp en términos acumulados anuales) ejerció una influencia ligeramente contractiva sobre las condiciones monetarias.

La riqueza neta de las familias se redujo en términos reales

La crisis financiera internacional afectó negativamente al valor de los activos financieros (el IBEX 35 acumuló un descenso cercano al 40% en 2008) e inmobiliarios (el precio de la vivienda se redujo un 3,4% en términos reales en el conjunto del año) de las familias. Como consecuencia de ello, el patrimonio neto de los hogares retrocedió, lo que generó un efecto negativo sobre el consumo y la inversión residencial. La caída de las cotizaciones bursátiles también desincentivó la inversión empresarial.

Se detuvo el aumento del endeudamiento de los hogares y de las sociedades, pero se elevó la carga financiera

El endurecimiento de las condiciones de financiación, junto con la caída de la confianza de las familias y el retroceso de la riqueza, propició una continuación en la senda de desaceleración de los pasivos de los hogares (véase gráfico 5.1). En el conjunto del año, la tasa de crecimiento interanual de los recursos ajenos se redujo en 8 pp, situándose al cierre del ejercicio en el 4%. Esta evolución determinó una ligera caída de la ratio de endeudamiento, que no se tradujo todavía en un descenso de la carga financiera asociada debido al aumento del coste medio de los préstamos vivos.

La tasa de crecimiento de la financiación de las sociedades disminuyó en mayor medida (más de 10 pp), hasta situarse a final de año en torno al 7%. La desaceleración del crédito, que es el principal componente, fue generalizada por ramas de actividad, aunque especialmente intensa en los sectores de servicios inmobiliarios y de la construcción (con recortes en su tasa de crecimiento en el entorno de 20 pp y 15 pp, respectivamente). El avance de la deuda de las empresas fue similar al de las rentas generadas, de forma que la ratio de endeudamiento apenas varió. Esta evolución, junto con el ascenso del coste medio de los fondos, determinó un nuevo incremento de la ratio de carga financiera. Por último, las mayores necesidades de fondos de las AAPP llevaron a un fuerte repunte de la financiación neta captada por estas, que, al cierre del ejercicio, crecía a un ritmo interanual cercano al 16%, lo que contrasta con la tasa negativa registrada un año antes.

## 2 Las políticas económicas

### 2.1 LA POLÍTICA FISCAL

La política fiscal para 2008 se diseñó con una orientación expansiva, en un entorno en que se preveía una desaceleración del crecimiento

Sobre la base de un superávit fiscal, que alcanzó un 2,2% del PIB al finalizar el año 2007, y en un contexto en que se preveía una desaceleración gradual de la actividad, la política fiscal diseñada en los Presupuestos Generales del Estado para 2008 apenas incluyó cambios normativos de relevancia. No obstante, los ingresos vendrían afectados por algunas medidas que se habían tomado en años previos, como el impacto residual en la cuota diferencial correspondiente de las rebajas del IRPF y de la reducción de los tipos del Impuesto sobre Sociedades, entre otras. Por el lado del gasto, la tasa de crecimiento presupuestada para el gasto no financiero del Estado en 2008 se elevó hasta el 9% en comparación con la liquidación del año anterior, notablemente por encima del crecimiento del PIB nominal previsto. Esta misma línea siguieron los presupuestos de las Comunidades Autónomas, que proyectaron un incremento del gasto no financiero por encima del 8% en relación con el presupuesto inicial del año 2007. Todo ello dotaba a la política fiscal de una orientación expansiva.

La agudización de la desaceleración económica motivó la aprobación de nuevas medidas fiscales durante el año, que intensificó la magnitud de la expansión fiscal...

A lo largo del año, según se agudizaba la desaceleración económica, se fueron aprobando nuevas medidas que, en conjunción con las incorporadas en los Presupuestos, supusieron un elevado impulso fiscal y un significativo coste presupuestario, que se estima en 1,6 puntos del PIB (véase cuadro 5.1, en el que se enumeran y cuantifican las medidas de estímulo adoptadas en 2008 y 2009 y se indica su naturaleza permanente o temporal; véase, asimismo, recuadro 5.1). Entre las mismas destaca, por su mayor impacto recaudatorio, la aprobación en abril

Millones de euros			
MEDIDAS FISCALES	2008	2009	2010
<b>IMPACTO TOTAL (I - II)</b>	<b>-18.121</b>	<b>-22.577</b>	<b>-1.075</b>
<b>I Ingresos no financieros</b>	<b>-17.940</b>	<b>-14.377</b>	<b>-75</b>
I.a IMPACTO PERMANENTE	-14.640	-8.002	
Deflactación del 2% de las tarifas, de los mínimos personal y familiar y de la reducción por rendimientos del trabajo en IRPF	-1.030		
Efecto esperado de la reforma del IRPF del año 2007	-2.400		
Ayuda fiscal por nacimiento o adopción de niños en IRPF	-1.090		
Deducción de 400 euros por rendimientos de trabajo en IRPF	-4.100	-1.900	
Subvención a los inquilinos de viviendas en alquiler en IRPF		-350	
Efecto esperado de la reforma del Impuesto sobre Sociedades (2007-2008)	-5.520	-3.452	
Congelación de Impuestos Especiales	-500		
Eliminación del Impuesto sobre el Patrimonio		-2.300	
I.b IMPACTO TEMPORAL	-3.300	-6.375	-75
Inclusión de la deducción por inversión en vivienda habitual en el cálculo de las retenciones en IRPF		-1.200	
Ampliación del plazo para materializar la cuenta ahorro-vivienda		-15	-15
Impuesto sobre Sociedades: Ingresos retrasados por la falta de aplicación del nuevo plan contable en los pagos fraccionados de 2008		2.600	
Exención fiscal de los intereses de la deuda pública en manos de no residentes en Imp. Sociedades	-500	-500	
Impulso a la contratación a tiempo parcial		-1.200	
Consolidación de las declaraciones del IVA en los grupos empresariales	-2.800		
Adelanto de devoluciones por declaración mensual en IVA		-6.000	
Moratoria temporal parcial de las cuotas hipotecarias		-60	-60
Ampliación del plazo de dos años para transmitir la vivienda habitual a efectos de la exención por reinversión		ND	ND
Libertad de amortización para los activos nuevos en el Impuesto sobre Sociedades		ND	ND
<b>II Gastos no financieros</b>	<b>181</b>	<b>8.200</b>	<b>1.000</b>
II.a IMPACTO PERMANENTE	181	-1.500	-1.000
Reducción de los gastos (a)	-20	-1.500	-1.000
Plan Extraordinario de Medidas de Orientación, Formación Profesional e Inserción Laboral	201		
II.b IMPACTO TEMPORAL		9.700	2.000
Prestaciones por desempleo (b)		700	
Fondo Estatal de Inversión Local		6.000	2.000
Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo		3.000	
<b>III Con impacto en la deuda pública (sin impacto en el saldo)</b>	<b>9.339</b>	<b>20.661</b>	
Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (máx. 30 mm de euros)	9.339	20.661	
OTRAS MEDIDAS	Entrada en vigor o vigencia	Dotación	
<b>I Líneas ICO</b>			
<b>Total de la dotación</b>		<b>49.100</b>	
Línea ICO para avalar las deudas de los municipios con empresas y autónomos	26.04.2009	3.000	
Línea ICO-Liquidez para PYME y autónomos (c)	23.12.2008	10.000	
Línea ICO-Liquidez para medianas empresas (c), (d)	marzo 2009	6.000	
Líneas ICO de apoyo a la empresa 2009	2009	10.900	
Nueva Línea ICO-Moratoria PYME (e)	2009		
Línea ICO-PROINMED (proyectos de inversión de medianas empresas)	Prevista: marzo 2009	3.000	
Extensión de la Línea FTPYME (fondos de titulización para PYME) del Tesoro	2009-2010	6.000	
Línea ICO-Vivienda: préstamos destinados a financiar viviendas terminadas en régimen de alquiler como vivienda habitual	2009	3.000	
Ampliación del aval del ICO para los bonos de titulización vinculados a la promoción de VPO (Línea FTVPO)	2009	5.000	
Plan Renove Turismo	2009	1.000	
Programa Vehículo Innovador Vehículo Ecológico (VIVE)	2008-2011	1.200	
<b>II Otras medidas de apoyo</b>			
Ayuda pública estatal para la compra de automóviles (500 euros por unidad)	2009-2010	100	
Ampliación de los plazos de préstamos hipotecarios sin coste alguno durante dos años	22.04.2008		
Condiciones especiales para el aplazamiento de las cuotas a la Seguridad Social	2009		

ND: No se dispone de estimación cuantitativa.

- La estimación no incluye el impacto de la reducción en materia de personal ni en los sueldos de los altos cargos.
- La estimación no incluye el impacto del nuevo tratamiento de los ERE.
- El ICO aporta el 50% de la dotación, y el resto, las entidades financieras.
- Complementaria a la Línea ICO-Liquidez, pero dirigida a empresas de mayor tamaño.
- Cantidad que se ha de aplazar: 5 mm de euros.

Entre los hechos más destacados de la evolución de la economía española en 2008 sobresale el fuerte deterioro de la situación presupuestaria, de forma que las AAPP cerraron el año 2008 con un déficit del 3,8% del PIB, que contrasta con el superávit del 2,2% alcanzado en 2007.

Este deterioro de las cuentas públicas observado a lo largo de 2008, de seis puntos del PIB, se ha debido principalmente a tres factores: el empeoramiento cíclico, los efectos de las medidas discrecionales de política fiscal y la desaparición de un cierto volumen de ingresos de carácter transitorio asociados a la evolución del mercado inmobiliario y financiero (véase cuadro adjunto). En primer lugar, el empeoramiento cíclico se ha traducido en una reducción del saldo de las AAPP de unas siete décimas del PIB respecto al año anterior, debido en gran parte al aumento de las prestaciones por desempleo ligado al incremento del paro. En segundo lugar, las medidas de carácter discrecional han contribuido con un impacto negativo de algo más de 1,5 puntos del PIB, de entre las que cabe destacar el nuevo paquete de medidas de abril de 2008 que incluía, entre otros, un coste de cinco décimas del PIB por la deducción de 400 euros en el IRPF. Por otra parte, el impacto de otras medidas discrecionales que ya se conocían a principios de 2008 ha resultado ser superior al inicialmente estimado. Así, el impacto recaudatorio en 2008 del programa CUNA y de las reformas del IRPF y del Impuesto sobre Sociedades justifican, por sí mismas, una caída en la recaudación de casi ocho décimas del PIB, mientras que el impacto del nuevo régimen del IVA en grupos consolidados también ha supuesto una merma en la recaudación de alrededor de tres décimas del PIB.

Finalmente, los más de 3,5 puntos del PIB restantes que explican el deterioro de la situación presupuestaria obedecen, principalmente, a dos factores. Por una parte, a las pérdidas recaudatorias más allá de lo que explicarían la evolución de las bases teóricas que se utilizan para predecir el comportamiento de las distintas rúbricas impositivas y sus respectivas elasticidades. Estas desviaciones de recaudación estarían, en buena medida, vinculadas a la pérdida de los ingresos

extraordinarios, obtenidos durante la fase de expansión económica en relación con el auge de los mercados inmobiliario y financiero. Según un estudio del Banco de España<sup>1</sup>, estos ingresos extraordinarios habrían ascendido, en términos acumulados, a más de dos puntos del PIB hasta 2007. El otro efecto importante estaría relacionado con el comportamiento expansivo del gasto público no vinculado directamente a la evolución de la economía, que habría crecido por encima del PIB tendencial de manera significativa. Así, la ratio de gasto primario ajustada por los efectos del ciclo económico –estos últimos, básicamente vinculados al pago de prestaciones por desempleo– sobre el PIB tendencial habría crecido en torno a 1,5 puntos en 2008, con una contribución importante de la remuneración por asalariados.

Previsiblemente, el año 2009 también mostrará un significativo deterioro de las cuentas públicas. Según las últimas proyecciones del Servicio de Estudios, el déficit previsto para 2009 ascenderá al 8,3% del PIB, lo que supone un aumento de 4,5 puntos respecto a 2008, como consecuencia, fundamentalmente, del crecimiento de la ratio de gastos de 4,3 puntos.

La ampliación del déficit público en 2009 se explicaría, fundamentalmente, por tres elementos: el marcado deterioro cíclico, la incidencia de las medidas de política discrecional y el cambio de tendencia en el pago por intereses de la deuda pública. En primer lugar, el acusado deterioro del entorno macroeconómico previsto para 2009 provocaría un empeoramiento del saldo de las AAPP ligado al ciclo económico de 2,5 puntos del PIB. En este sentido, debe recordarse que, cuando las cifras fiscales se analizan en términos de ratios sobre el PIB, el impacto de los estabilizadores automáticos se observa esen-

1. F. de Castro, Á. Estrada, P. Hernández de Cos y F. Martí (2008), «Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España», *Boletín Económico*, junio, Banco de España, pp. 71-81. En la misma línea, véase también el trabajo de la Comisión Europea, C. Martínez-Mongay, L. Á. Maza y J. Yániz (2007), *Asset Booms and Tax Receipts: The Case of Spain 1995-2006*, European Economy Economic Papers, n.º 293.

**FACTORES EXPLICATIVOS DE LOS CAMBIOS EN EL SALDO DE LAS AAPP**  
Cambios en las variables con respecto al año anterior, expresados en % del PIB

	2008	2009
Cambio en el saldo de las AAPP	-6,0	-4,5
<i>Debido al cambio en la posición cíclica (a)</i>	-0,7	-2,5
<i>Debido al efecto de las medidas discrecionales</i>	-1,6	-1,8
<i>Debido a los pagos de intereses</i>	0,1	-0,2
<i>Resto</i>	-3,8	-0,0
Cambio en los recursos totales	-4,4	-0,2
Cambio en los empleos totales	1,6	4,3

FUENTE: Banco de España.

a. El impacto del ciclo sobre el saldo presupuestario se obtiene aplicando una elasticidad de 0,43 a la brecha de producción calculada según el método de la curva de Phillips.

cialmente en el gasto público, ya que el conjunto de los ingresos públicos muestra una elasticidad cercana a la unidad respecto al PIB. En particular, de manera directa, más de cinco décimas del incremento de la ratio de gastos se deberían a las prestaciones por desempleo. En segundo lugar, el conjunto de medidas de carácter discrecional con efectos en 2009 entrañará un efecto negativo sobre el déficit, que se cifra en 1,8 puntos del PIB, una vez que se toma en consideración que determinadas medidas temporales con impacto en 2008 deberían revertir en 2009. De entre las medidas para 2009 cabe destacar el adelanto de devoluciones del IVA, que contribuiría con seis décimas del PIB al incremento del déficit, la eliminación del Impuesto sobre el Patrimonio, cuyo coste se cifraría en aproximadamente dos décimas del PIB, y la aprobación del Fondo Estatal de

Inversión Local y del Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo, que suponen seis y tres décimas del PIB, respectivamente. En tercer lugar, las previsiones apuntan a que los pagos por intereses supondrán un deterioro presupuestario adicional de dos décimas del PIB respecto a 2008, como consecuencia del aumento de la deuda pública.

En resumen, de lo anterior puede deducirse que, aunque una parte del deterioro de las finanzas públicas observado en 2008 y previsto para 2009 se debe al deterioro cíclico de la economía, en su mayor parte tiene un marcado carácter estructural y, por lo tanto, la vuelta a una situación saneada de las finanzas públicas requerirá un esfuerzo de ajuste presupuestario significativo.

de 2008 de una nueva deducción de hasta 400 euros en el IRPF, con entrada en vigor en ese mismo año, que se instrumentó a través de un descenso en las retenciones. Habría que destacar, asimismo, la creación en noviembre de un Fondo Estatal de Inversión local y de un Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo, por un importe acumulado del 1% del PIB, diseñado para impulsar la inversión en el ámbito municipal y en sectores estratégicos a lo largo de 2009. El impacto sobre la actividad de las medidas aplicadas en 2008 se ha podido ver atenuado por el clima de incertidumbre, las condiciones de partida del ahorro del sector privado y las tendencias contractivas del gasto.

... y provocó una fuerte desaceleración de la recaudación y un incremento elevado del gasto en prestaciones por desempleo

Por otra parte, la desaceleración económica, y en particular de la demanda nacional, provocó una caída acusada de los ingresos impositivos, confirmando que el aumento de los ingresos durante la etapa expansiva tenía un componente transitorio significativo, vinculado sobre todo a la pujanza del sector inmobiliario, de forma que el ajuste brusco de este sector se trasladó de forma rápida a la recaudación. Al mismo tiempo, se activaron los estabilizadores automáticos, lo que repercutió en un elevado crecimiento de las prestaciones por desempleo, que aumentaron su peso en el PIB en cuatro décimas.

Como resultado, el superávit alcanzado en 2007 se convirtió en un abultado déficit público a finales de 2008

Así pues, la desaparición de los ingresos extraordinarios vinculados a la bonanza del sector inmobiliario de los últimos años, la respuesta al ciclo de los estabilizadores automáticos y las medidas puestas en marcha, junto con el mantenimiento de un comportamiento muy dinámico del gasto público, provocaron un deterioro significativo de la situación presupuestaria, de forma que el superávit de 2007 se convirtió a finales de 2008 en un déficit del 3,8% del PIB para el conjunto de las AAPP (véase, de nuevo, recuadro 5.1).

Por subsectores, únicamente la Seguridad Social mantuvo un saldo excedentario (0,8% del PIB), aunque menor que en 2007. La Administración Central (Estado y sus organismos autónomos) registró un déficit del 2,7% del PIB, frente al superávit del 1,3% del PIB obtenido un año antes. Por su parte, las Administraciones Territoriales ampliaron ligeramente sus déficits, hasta un 1,4% del PIB en las Comunidades Autónomas y un 0,4% en las Corporaciones Locales. Como reflejo de todo ello, la deuda pública truncó su tendencia descendente como porcentaje del PIB, seguida desde el año 1997, situándose en el 39,4% del PIB al finalizar el año, 3,3 puntos por encima del año anterior.



% del PIB	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>1 RECURSOS NO FINANCIEROS</b>	38,5	38,9	39,8	40,9	41,5	37,1
Recursos corrientes	37,8	38,1	39,1	40,2	41,0	37,0
— Impuestos sobre producción e importación	11,5	11,9	12,2	12,4	11,7	9,8
— Impuestos sobre renta y patrimonio	10,1	10,2	10,9	11,7	12,9	10,7
— Cotizaciones sociales	13,0	13,0	12,9	12,9	13,0	13,0
— Otros recursos corrientes (a)	3,3	3,1	3,0	3,2	3,4	3,4
Recursos de capital	0,7	0,9	0,8	0,7	0,4	0,1
<b>2 EMPLEOS NO FINANCIEROS (b)</b>	38,7	39,3	38,9	38,9	39,3	41,0
Empleos corrientes (b)	33,9	34,0	34,0	33,8	34,0	35,7
— Consumo final	17,4	17,8	18,0	18,1	18,3	19,1
— Prestaciones sociales distintas de las transferencias en especie	11,7	11,7	11,6	11,5	11,6	12,3
— Subvenciones	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
— Intereses (b)	2,3	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6
— Otras transferencias	1,5	1,5	1,5	1,6	1,5	1,6
Empleos de capital	4,8	5,2	4,9	5,1	5,2	5,3
— Formación bruta de capital	3,6	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8
— Otros empleos de capital (c)	1,3	1,9	1,4	1,4	1,4	1,5
<b>3 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN (b) (3 = 1 - 2)</b>	-0,2	-0,3	1,0	2,0	2,2	-3,8
<b>PRO MEMORIA:</b>						
Saldo primario	2,1	1,7	2,8	3,7	3,8	-2,3
Deuda bruta (b)	48,7	46,2	43,0	39,6	36,2	39,5

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

a. Incluye el excedente bruto de explotación.

b. Según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo.

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

Por componentes, la presión fiscal se redujo notablemente...

Entre las causas explicativas del deterioro del saldo público en 2008, destaca, sobre todo, la reducción de la presión fiscal (ingresos impositivos con relación al PIB) en algo más de 4 pp, que contrasta con el incremento de más de 5 pp que experimentó esta variable entre 1995 y 2007 (véase cuadro 5.2). La caída de la recaudación afectó tanto a los impuestos directos como a los indirectos, mientras que las cotizaciones sociales mantuvieron su peso con respecto al PIB. En un contexto de contracción de la actividad, las mayores pérdidas recaudatorias se concentraron en los impuestos ligados a los beneficios empresariales, al sector inmobiliario y al consumo. En concreto, la recaudación del Impuesto sobre Sociedades cayó en casi dos puntos del PIB, la del IVA en cerca de un punto porcentual y la del Impuesto sobre Transmisiones y Actos Jurídicos Documentados en siete décimas del PIB. El IRPF, por el contrario, se redujo solo ligeramente, a pesar del impacto de la nueva deducción y del ajuste del empleo, sostenido por las retenciones sobre ganancias del capital y, en parte, por las retenciones del trabajo, que todavía mantuvieron tasas de variación positivas como consecuencia del elevado crecimiento de los salarios.

... y el gasto público aumentó su peso en el PIB, debido tanto al consumo público como a las prestaciones sociales

Por su parte, el gasto público aumentó en 1,7 puntos su peso con respecto al PIB, alcanzando el 41%. El aumento se debió casi en su totalidad a los gastos corrientes primarios, en un contexto en el que los pagos por intereses mantuvieron por tercer año consecutivo su peso en el PIB. En particular, el consumo final público registró un fuerte crecimiento, en línea con lo observado en años anteriores. En este sentido, hay que tener en cuenta la elevada inercia que muestra el gasto en sanidad y en educación, partidas que explican una parte muy relevante

del consumo público, así como el aumento de la remuneración de los empleados públicos, que, con una elevada deriva salarial en los últimos años, alcanzó un 9% en 2008. Las prestaciones sociales, por su parte, incrementaron su peso sobre el PIB en siete décimas, principalmente por el aumento de las prestaciones por desempleo, pero también como resultado del aumento de las pensiones contributivas, asociado a la aceleración del número medio de pensiones y a las nuevas prestaciones por nacimiento y adopción. Finalmente, los gastos de capital se desaceleraron, dado que las inversiones redujeron su tasa de crecimiento hasta el 2,4% (10,3% en 2007), aunque mantuvieron su peso en el PIB en el 3,8%, siguiendo la pauta observada en ciclos electorales previos, según la cual el crecimiento de estos gastos tiende a moderarse en los años posteriores a la celebración de elecciones.

La aplicación de nuevas medidas de estímulo económico y el impacto del adverso contexto macroeconómico hacen prever un déficit público superior al 8% en 2009 y 2010...

De cara a 2009, la política fiscal mantendrá una orientación claramente expansiva, como resultado de las medidas que han entrado en vigor en ese año, entre las que destaca el Fondo Estatal de Inversión Local, ya mencionado, o el efecto del adelanto de devoluciones por declaración mensual por IVA. Estas medidas son en su mayor parte de carácter temporal y están dirigidas a sectores y objetivos concretos, por lo que podrían generar efectos más expansivos sobre la actividad. En concreto, según las estimaciones del Banco de España, el Fondo de Inversión Local podría tener un efecto positivo de 0,3 pp en el crecimiento del PIB en el promedio de 2009 y 2010.

Con todo, sobre la base de un déficit público elevado de partida, el impacto de las numerosas medidas adoptadas, unido al efecto de la contracción económica, hacen prever que el déficit público se sitúe por encima del 8% del PIB en los años 2009 y 2010, dando lugar, además, a un rápido incremento de la ratio de deuda pública con respecto al PIB, que podría situarse cerca del 60% en el horizonte de 2010.

... que requiere desarrollar una estrategia de consolidación de medio plazo

Todo ello condiciona severamente el margen de actuación de la política fiscal, confiriendo una importancia primordial a la recuperación de la estabilidad presupuestaria a medio plazo. En particular, es crucial evitar que el empeoramiento de la situación fiscal sea percibido como una desviación persistente, ya que las primas de riesgo de la deuda pública parecen haberse hecho más sensibles, entre otros factores, a las percepciones sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Aunque el nivel relativo de deuda pública se encuentra todavía por debajo de la media de los países de nuestro entorno, su rápido incremento entraña dificultades de reversión y puede ejercer una influencia alcista sobre los costes de financiación de la economía. Además, el mantenimiento de ratios de deuda pública moderadas resulta crucial para afrontar en condiciones favorables el futuro incremento del gasto en pensiones.

La estrategia de consolidación debe ajustarse a los compromisos adquiridos en el marco de la Unión Europea

Tanto la Administración Central como el conjunto de Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales superaron en 2008 los límites de déficit público establecidos en las leyes de estabilidad presupuestaria. Por su parte, en el ámbito europeo, el Consejo Europeo de abril de 2009 decidió la existencia de un déficit excesivo en España<sup>1</sup> y recomendó la corrección de esa situación, a más tardar, en 2012, para lo cual deberá realizarse un ajuste fiscal promedio anual de al menos un 1,25% del PIB, que se debe iniciar en 2010. Finalmente, el Consejo estableció

1. El Consejo decidió la existencia de déficit excesivo sobre la base de que el déficit público en 2008 había superado el valor de referencia del 3% fijado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), y que esta situación no podía ser calificada como temporal ni se había alcanzado en unas circunstancias que pudieran definirse como excepcionales, consideraciones ambas (temporalidad y excepcionalidad) que podrían haber evitado el inicio del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE) de acuerdo con el PEC. En efecto, de acuerdo con la valoración del Consejo, las circunstancias económicas del año 2008 no podían ser definidas como excepcionales en la medida en que el crecimiento del PIB real y la brecha de producción estimadas para ese año fueron positivas. Además, la desviación del déficit no podía ser calificada como temporal, dadas las proyecciones fiscales de la Comisión Europea y del propio Programa de Estabilidad de España presentados en enero de 2009, que estimaban que el déficit público superaría el 3% tanto en 2009 como en 2010.

la fecha límite del 27 de octubre de 2009 para que se tomen las medidas que sean necesarias para avanzar en la dirección de corrección del déficit excesivo.

## 2.2 LAS OTRAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

La irrupción y la magnitud de la crisis económica condicionaron el resto de actuaciones de política económica

Así, el ICO amplió y creó nuevas líneas de crédito para facilitar la liquidez de hogares y empresas...

... y se adoptaron diversas medidas en materia de vivienda y de modernización del sector turístico

Por el contrario, en el marco laboral no se produjeron modificaciones significativas

Además de la política fiscal, las restantes políticas económicas se diseñaron con el objetivo principal de paliar los efectos de la crisis económica. Un primer conjunto de medidas se orientó a facilitar el acceso del crédito a determinados sectores o agentes. Otras se destinaron a apoyar la actividad de las ramas productivas más afectadas por el retroceso de la demanda, como son la construcción residencial, el turismo y, ya en 2009, la fabricación de automóviles.

Por una parte, el Gobierno, a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO), lanzó una serie de líneas extraordinarias de financiación dirigidas a colectivos que estaban siendo especialmente afectados por los problemas de liquidez de los mercados financieros. Como es habitual, su instrumentación se llevó a cabo en colaboración con las entidades financieras privadas, que son las responsables de realizar la selección de los prestatarios y asumen una parte mayoritaria del riesgo de impago. En el caso de los hogares se implementó una línea para permitir a los desempleados con hipoteca el aplazamiento del pago de una parte de las cuotas, y en el de las pequeñas y medianas empresas se dotaron fondos para financiar sus flujos de caja. El grueso de estas medidas entrará en vigor en 2009 (véase, de nuevo, cuadro 5.1), por lo que hasta el momento han tenido un desarrollo limitado.

En enero de 2008 se modificó el Plan de Vivienda 2005-2008, y en diciembre de 2008 se aprobó el nuevo Plan Estatal de Vivienda 2009-2012, que trataron de ajustarse a la brusca desaceleración del sector, para lo cual se otorgó una mayor relevancia a la vivienda para alquiler a través de instrumentos tales como la incorporación de la figura del alquiler con opción a compra y se mejoró el tratamiento fiscal de la rehabilitación de viviendas. El Plan también proyecta la construcción de un número elevado de viviendas protegidas en los próximos años. En el caso del sector turístico, el ICO lanzó una línea de financiación dotada con mil millones de euros para facilitar los procesos de modernización de la oferta. Por último, ya en 2009 se aprobó un plan integral para el sector de la automoción, que comprende aspectos tanto de demanda como de oferta, que se vio ampliado posteriormente con la concesión de una ayuda directa a la compra de automóviles.

Por su parte, en el mercado de trabajo, en 2008 se volvió a firmar un acuerdo interconfederal para la negociación colectiva, con parámetros similares a los de años anteriores y el salario mínimo aumentó en un 5,3%, hasta situarse en 600 euros al mes. En cualquier caso, la evolución salarial estuvo marcada por la activación de las cláusulas de salvaguarda, que, junto con el repunte de las tarifas salariales, contribuyeron a que los salarios experimentaran un aumento superior al 5%, el más alto de los últimos 15 años, a pesar del considerable debilitamiento cíclico.

En conjunto, dos de las características fundamentales del sistema actual de negociación colectiva, como son su elevada inercia nominal y su escasa respuesta ante los cambios en la situación cíclica de la economía, contribuyeron, junto con la elevada segmentación del mercado de trabajo, a amplificar el ajuste del mercado laboral ante la menor actividad económica y propiciaron, en la segunda parte del año, fuertes incrementos del desempleo, que han continuado en los primeros meses de 2009. En este sentido, una reforma del mecanismo de determinación salarial que incrementara la relación entre los salarios y la productividad, y que permitiera, en general, una mayor asociación entre los incrementos salariales y la situación particular de empresas y sectores, proporcionaría unas bases más adecuadas para facilitar la

recuperación. Asimismo, a corto plazo, un compromiso firme de los agentes sociales con la moderación salarial contribuiría a contener los ajustes en el nivel de empleo (véanse capítulos 1 y 2 de este *Informe Anual*).

Las reformas en los mercados de bienes y servicios se concentraron en impulsar la transposición de la Directiva de Servicios

Por su parte, en los mercados de bienes y servicios las actuaciones se concentraron en avanzar en la transposición de la Directiva de Servicios, proceso que culminó en marzo de este año con la aprobación de las leyes que inician esta transposición. En ellas, se establece que el acceso a una actividad de servicios y su ejercicio no estarán sujetos a autorización, se suprimen los obstáculos a la libre circulación de los servicios por parte de los prestadores sin establecimiento en territorio español y se simplifican los procedimientos administrativos. Estos aspectos del proyecto de ley son positivos y deberían facilitar la liberalización del sector y la reducción de las cargas administrativas que soportan las empresas, en línea con el compromiso del Gobierno de recortar estas cargas en un 30% en el año 2012. Tras su tramitación parlamentaria, el éxito de la reforma dependerá, en todo caso, de su adecuada aplicación (en particular, a sectores clave, como son los servicios profesionales o el comercio minorista) y de la existencia de una limitación estricta de las excepciones que permite la Ley, a nivel tanto estatal como autonómico.

La inversión en I + D aumentó ligeramente, pero no se observaron mejoras en los indicadores de capital humano

En cuanto a la política tecnológica, durante el año 2008 el sector público mantuvo el esfuerzo inversor en I + D de los años precedentes. En este contexto se anunció una reorganización de los Organismos Públicos de Investigación, la entrada en vigor del plan Avanza2, que pretende dar un nuevo impulso a la implantación de las TIC, y una nueva Ley de Ciencia y Tecnología, que orientará las actuaciones futuras del Estado en esta materia. Por su parte, el Programa Ingenio mantuvo el dinamismo de años anteriores, pero el esfuerzo inversor en I + D apenas avanzó una décima en 2007, hasta el 1,3% del PIB, lejos aún de los niveles de las principales economías desarrolladas, debido al menor impulso de la inversión empresarial, cuyo peso en la financiación del gasto en I + D volvió a recortarse, situándose en un 45,5% de la financiación total. Por otra parte, no se observaron avances significativos en los indicadores de capital humano e incluso en algunos de ellos —como el relativo a la tasa de abandono escolar prematuro— se produjo un retroceso.

La intensidad de la crisis pone de manifiesto la necesidad de avanzar en la agenda de reformas estructurales

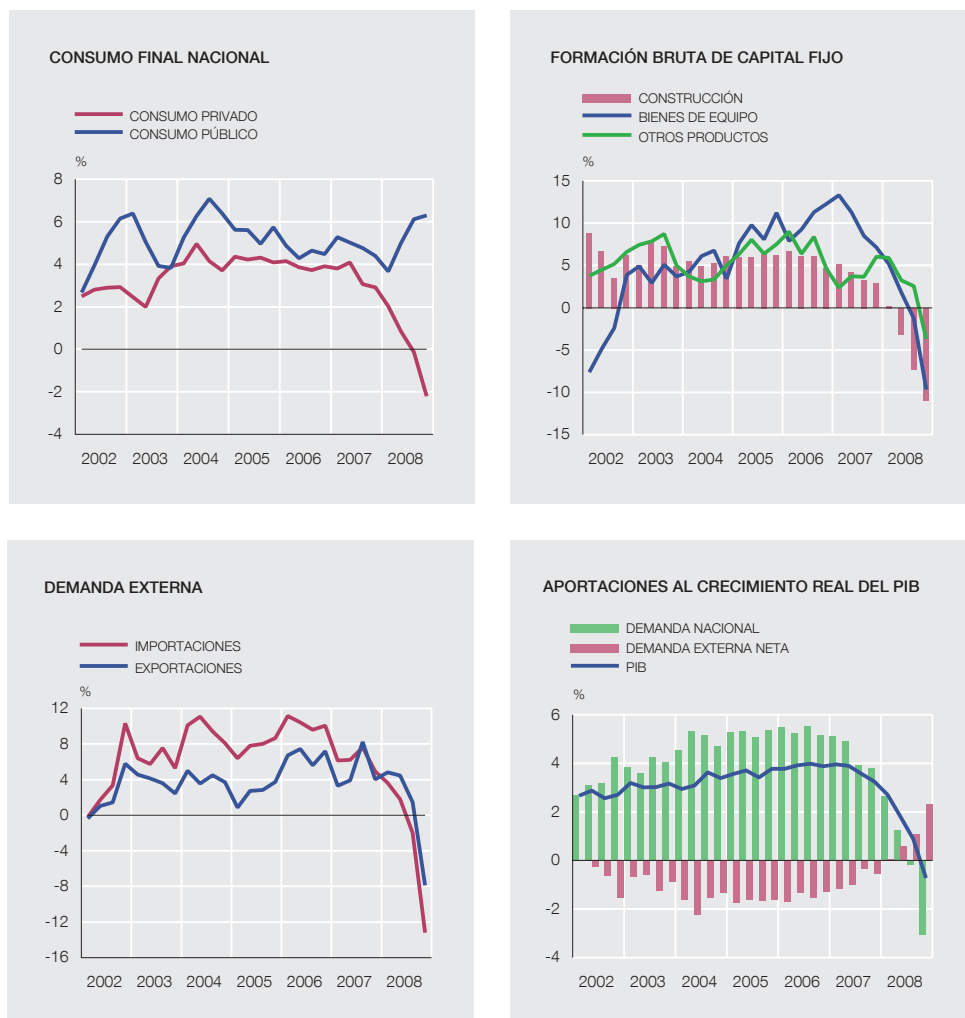
En definitiva, la intensidad de la crisis, que provocó que en 2008, por primera vez desde 1993, la renta per cápita se redujera ligeramente, pone de manifiesto la necesidad de aplicar, más allá de las medidas de corto plazo, reformas de carácter estructural en los mercados de productos y de factores, así como de mejorar el *stock* de capital humano y tecnológico, con el fin de evitar que la negativa situación coyuntural actual se traslade a un menor crecimiento potencial de la economía.

### 3 La demanda

#### 3.1 LA DEMANDA NACIONAL

En 2008 se acentuó la debilidad de la demanda nacional; en particular, del gasto de las familias

A lo largo de 2008, la desaceleración de la demanda nacional cobró una intensidad creciente. La pérdida de empuje fue generalizada en todos los componentes del gasto privado nacional, aunque especialmente pronunciada en el caso del gasto de las familias, pues tanto el consumo privado como la inversión en vivienda cayeron de modo sustancial (véase gráfico 5.2). La inversión productiva privada también se ralentizó significativamente, aunque su caída más brusca se registró en el último trimestre del año. Solo el gasto en bienes y servicios corrientes de las AAPP experimentó un avance superior al del año 2007. Esta pauta de debilidad de la demanda privada se vio muy influida por la persistencia de las tensiones financieras y por su posterior agravamiento en el último cuatrimestre del año, desarrollos que se superpusieron al propio ajuste que la economía española ya había iniciado en 2007. La crisis financiera afectó a la demanda nacional a través de su impacto negativo sobre la disponibilidad y condiciones de financiación, y sobre la confianza de los agentes, que también se vio dañada por el rápido y profundo deterioro del mercado de



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

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

trabajo. Por esta vía, junto con su impacto directo sobre las rentas, la destrucción de empleo fue probablemente la variable que más influyó en la contracción del gasto, en especial de las familias.

El consumo privado fue la partida que más contribuyó a la desaceleración del PIB en 2008, con un ajuste más intenso en el caso de los bienes duraderos

El consumo privado se estancó en el conjunto de 2008. El ejercicio se inició con un crecimiento interanual del 2%, que fue cayendo paulatinamente hasta una tasa de variación del -2,2% en el último trimestre del año. Todos los componentes del gasto de los consumidores dieron muestras de una sustancial pérdida de vigor. La adquisición de bienes duraderos fue la que experimentó una mayor contracción, pues resultó afectada, además de por las causas antes citadas, por la menor contribución de otros factores que habían impulsado su demanda en el pasado, como el auge inmobiliario y los gastos de establecimiento de los inmigrantes (véase cuadro 5.3). La compra de automóviles por particulares experimentó un descenso del 30% en el conjunto del año, pero las caídas fueron más intensas a partir del verano (-46% en términos interanuales en el cuarto trimestre y -37% en el primer trimestre de 2009). Por su parte, el ritmo de avance del consumo de bienes no duraderos y servicios ofreció una mayor resistencia al descenso, aunque también disminuyó notablemente en relación con el de años anteriores.

	% del PIB (a)		TASAS DE VARIACIÓN (b)					
	2000	2008	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>HOGARES E ISFLSH:</b>								
Gasto en consumo final	59,7	57,2	2,9	4,2	4,2	3,9	3,5	0,1
<i>Consumo duradero</i>	6,3	4,4	6,0	10,7	6,4	4,6	3,9	-10,1
<i>Consumo no duradero</i>	53,4	52,8	2,6	3,6	4,0	3,8	3,4	1,1
Vivienda	6,1	8,0	9,3	5,9	6,1	6,0	3,8	-10,9
<b>EMPRESAS</b>								
Inversión productiva privada (c)	16,6	17,6	4,5	6,4	7,4	7,7	5,8	0,5
<i>Construcción</i>	4,8	5,8	3,3	11,4	5,7	4,8	2,5	2,1
<i>Equipo</i>	7,3	6,5	3,5	4,3	9,1	10,9	10,2	-1,9
<i>Otros productos (d)</i>	4,4	5,3	7,2	3,8	7,1	7,1	3,9	1,9
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS:</b>								
Gasto en consumo final	17,2	19,1	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	5,3
Formación bruta de capital fijo	3,2	3,8	4,8	-2,6	7,7	7,3	7,3	0,0
<i>Construcción</i>	2,3	2,8	3,7	-6,8	7,1	7,8	6,9	-1,6
<i>Equipo</i>	0,8	1,0	8,6	11,0	9,3	5,9	8,3	4,7
<b>PRO MEMORIA:</b>								
Formación bruta de capital fijo	25,8	29,4	5,9	5,1	7,0	7,1	5,3	-3,0
<i>Equipo</i>	8,1	7,5	4,1	5,1	9,2	10,2	10,0	-1,1
— Maquinaria	5,7	5,3	1,9	3,5	6,9	11,1	11,7	0,8
— Transporte	2,4	2,2	9,4	8,7	14,0	8,5	6,5	-5,3
<i>Construcción</i>	13,3	16,6	6,2	5,4	6,1	5,9	3,8	-5,3
— Viviendas	6,1	8,0	9,3	5,9	6,1	6,0	3,8	-10,9
— Otras construcciones	7,2	8,6	3,5	5,0	6,2	5,7	3,9	0,9
<i>Otros productos (d)</i>	4,4	5,3	7,2	3,8	7,1	7,1	3,9	1,9

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.

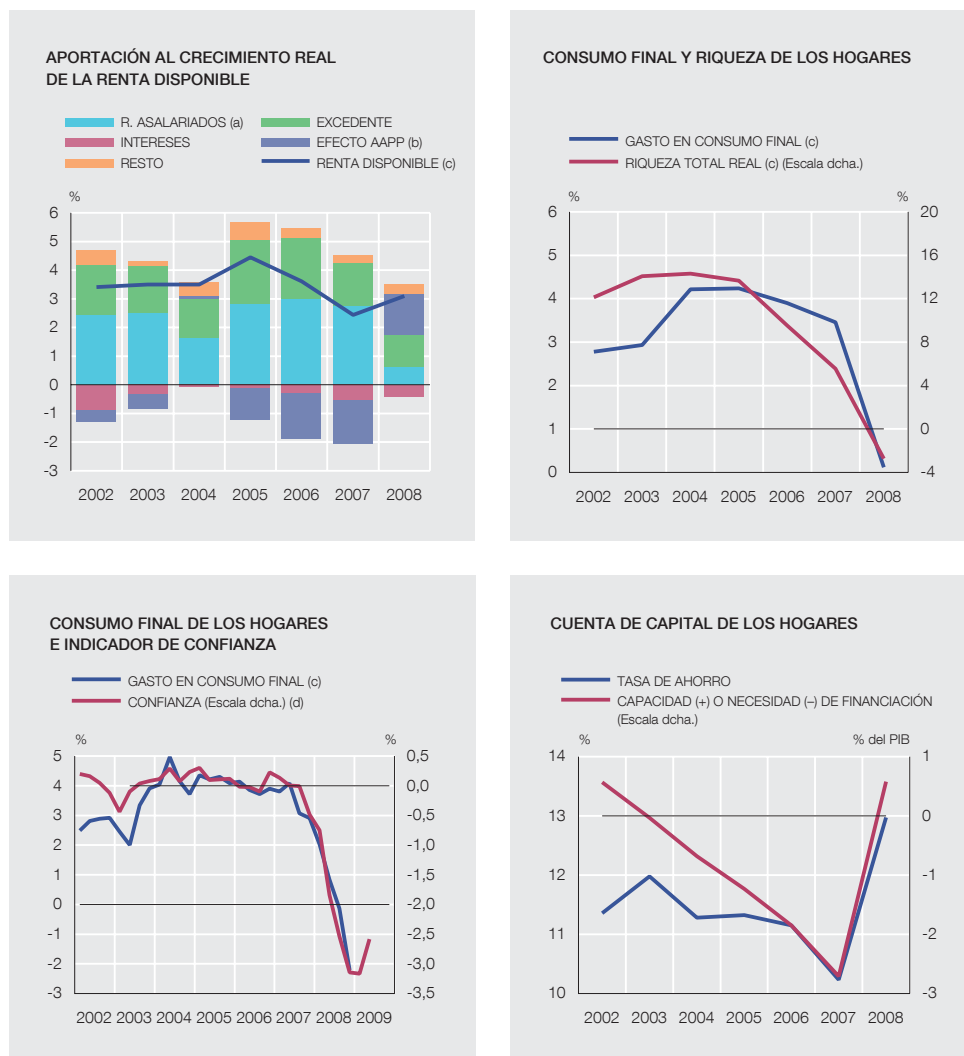
d. Esta inversión incluye servicios inmobiliarios, jurídicos, de contabilidad, de consultoría técnica y *software*, entre otros.

Pese a que el crecimiento de la renta real de las familias fue relativamente elevado en 2008...

A pesar del progresivo deterioro de las condiciones macroeconómicas, la renta disponible en términos reales creció un 3,8%, impulsada, sobre todo, por el significativo efecto expansivo de las medidas de apoyo del sector público en las cuentas de las familias (véase gráfico 5.3). En cambio, el repunte de la remuneración por asalariado no condujo a un incremento de la masa salarial, dada la magnitud del proceso de destrucción de empleo. Por su parte, los pagos netos por intereses continuaron detrayendo renta de las familias, aunque en menor medida que el ejercicio anterior, lo que se percibió más claramente a finales de año, así como en los primeros meses de 2009, tras la fuerte reducción de los tipos de interés de los mercados monetarios. Por último, el considerable encarecimiento del petróleo hasta el verano de 2008 y su impacto en los precios de consumo erosionaron el poder adquisitivo de los ingresos corrientes de los hogares, contribuyendo, asimismo, a deteriorar su confianza. No obstante, las perspectivas de inflación cambiaron drásticamente a partir del mes de julio, cuando se inició un proceso de paulatino descenso de las tasas de variación de los precios de consumo, hasta alcanzarse caídas de precios en términos interanuales a partir del mes de marzo de 2009, que han permitido una cierta recuperación del poder adquisitivo de los hogares.

... las condiciones financieras más estrictas, el deterioro de la situación patrimonial de

Frente al mayor crecimiento de la renta en comparación con el año anterior, la evolución más desfavorable del resto de determinantes del consumo contribuyó a explicar el brusco ajuste del gasto de los hogares en 2008. Así, los tipos de interés reales —aproximados de forma



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Remuneración de asalariados, en términos brutos.
- b. Incluye prestaciones sociales, cotizaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.
- c. Tasa de variación de índices de volumen y variación.
- d. Serie normalizada resultante de sustraer su media y dividir por su desviación estándar.

los hogares y el intenso incremento de la tasa de paro afectaron a la confianza de los hogares y han deprimido el consumo...

ex-post deflactando los tipos de interés con la variación de los precios de consumo— se incrementaron, y se endurecieron las restantes condiciones de financiación. Al mismo tiempo, la caída de las cotizaciones bursátiles redujo, de manera sustancial, el valor de la riqueza financiera de las familias, mientras que se produjo una revisión a la baja del valor de sus activos residenciales. Junto con estos factores, el progresivo aumento del desempleo y, en el tramo final del año, el agravamiento de la crisis financiera configuraron un entorno de marcado deterioro de la confianza de las familias, que se situó en niveles mínimos históricos. El descenso del consumo fue, además, particularmente intenso si se tiene en cuenta que la población siguió aumentando a un ritmo apreciable, de modo que el consumo per cápita se contrajo en el conjunto de 2008.

... dando lugar a un repunte significativo de la tasa de ahorro de las familias

La fuerte moderación del gasto, en un contexto de expansión de la renta disponible, dio lugar a un repunte significativo de la tasa de ahorro de las familias, que se elevó casi 3 pp, hasta el 13%, después de varios años de caídas paulatinas. En este sentido, la considerable incertidumbre que ha estado rodeando la toma de decisiones por parte de los hogares ha determi-



nado que una parte del aumento de renta disponible inducido por las medidas presupuestarias no se haya gastado, sino ahorrado.

El cambio de expectativas sobre el valor de la vivienda y el endurecimiento de las condiciones de financiación redujeron el volumen de inversión residencial en 2008...

El deterioro de las expectativas sobre los activos inmobiliarios, como consecuencia de la trayectoria seguida por el precio de la vivienda, y el endurecimiento de las condiciones de financiación que tuvo lugar a lo largo de 2008 hicieron más intenso el ajuste de la inversión residencial que ya venía observándose desde finales de 2006. Los indicadores de accesibilidad mostraron, durante gran parte del año, un empeoramiento sustancial de las condiciones de acceso de los hogares al mercado inmobiliario, como consecuencia tanto de la evolución de los tipos de interés como de la reducción de los plazos típicos de las hipotecas y de la proporción del valor de la vivienda financiado a través del préstamo, desalentando la inversión en activos residenciales. La inversión en vivienda experimentó, así, una brusca contracción en 2008, con una caída en torno al 11% en el conjunto al año, pero cercana al 20% en el cuarto trimestre (véase gráfico 5.4). La disminución de las transacciones en este mercado ha sido sustancial: la compraventa de viviendas usadas —que tiende a recoger mejor la situación contemporánea del mercado y puede servir de indicador adelantado de la evolución de la demanda de viviendas nuevas en el futuro— cayó a ritmos superiores al 40% a lo largo de 2008, mientras que las transacciones de viviendas nuevas, que podrían estar reflejando, en parte, decisiones de compra adoptadas en el pasado, mostraron tasas negativas menos pronunciadas (-20%), pero, en cualquier caso, crecientes en el transcurso del año.

... dando lugar a la aparición de un exceso de oferta...

La oferta acompañó este intenso ajuste de la demanda con un notable descenso del número de viviendas iniciadas, que disminuyeron hasta las 360.000 durante 2008, una cifra que es aproximadamente la mitad de las comenzadas en promedio anual durante el período 2004-2007. Pese a ello, se incrementó notablemente el saldo de viviendas sin vender durante el ejercicio, como consecuencia de la finalización de proyectos cuya construcción comenzó en los años anteriores de expansión. Esto ha presionado a la baja los precios de la vivienda y, además, ha podido inhibir la materialización de las decisiones de compra, a la espera de que los precios se estabilicen.

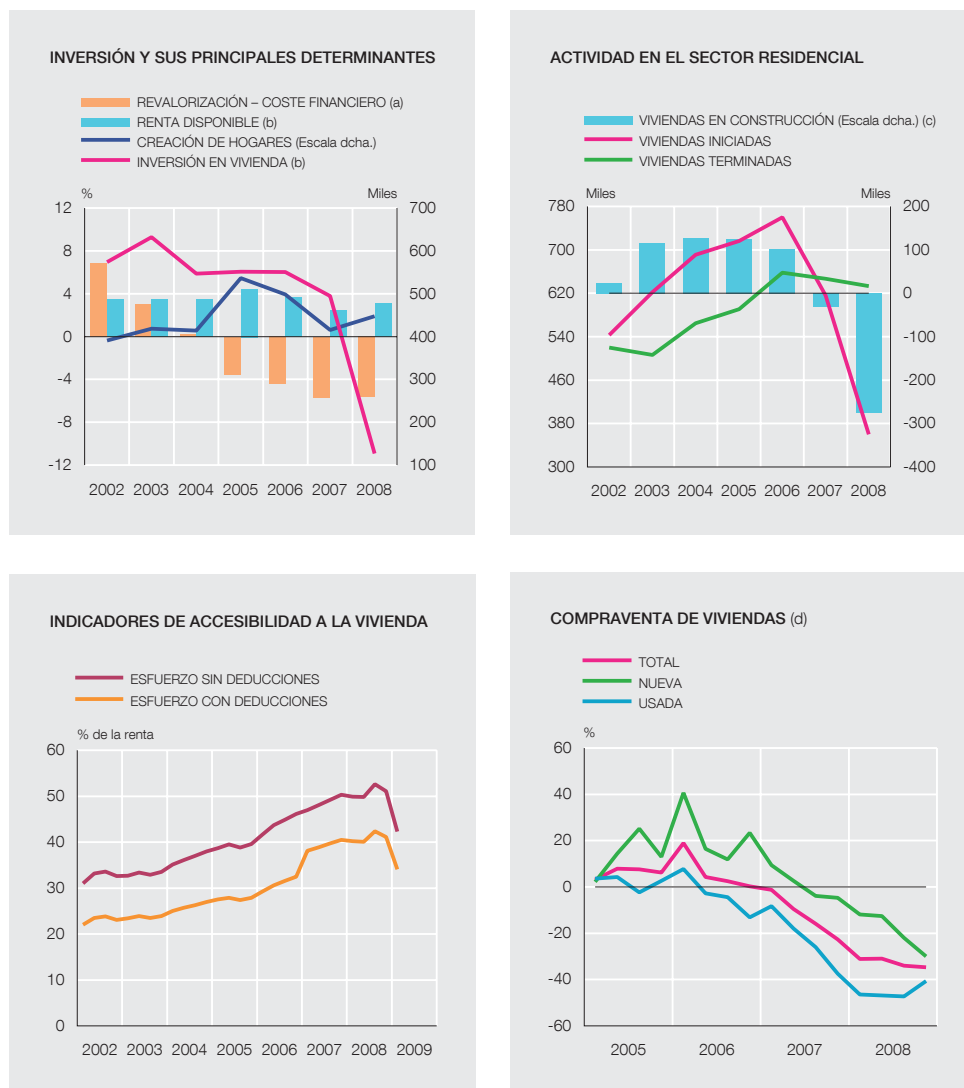
... que se irá absorbiendo lentamente en el futuro próximo

Cabe esperar que la reducida iniciación de viviendas se prolongue en el futuro inmediato, en tanto no comience a absorberse el inventario de inmuebles sin vender. De esta forma, la disminución de la inversión residencial que se prevé en la actual fase de ajuste será de una intensidad superior a las observadas en otros ciclos de la economía española (véase recuadro 1.2). Mientras persistan los factores que han pesado negativamente sobre el gasto de las familias en 2008, no es previsible una rápida absorción del exceso de oferta, aunque existen algunos elementos que contribuirían a facilitararlo con posterioridad. Así, los indicadores de accesibilidad han comenzado a mejorar de modo significativo a finales de 2008, gracias a la disminución de los tipos de interés y de los precios de la vivienda. Además, continúan estando presentes algunos de los factores demográficos que impulsaron la creación de nuevos hogares durante la etapa expansiva —y que podrían consolidar la demanda potencial de vivienda en el futuro—, como la reducción del tamaño medio de los hogares, la llegada a la edad adulta de las generaciones que surgieron en períodos de fuerte incremento de la natalidad y, aunque en menor grado que en el pasado, los flujos de entrada de inmigrantes.

El descenso de la inversión residencial y el incremento de la tasa de ahorro permitieron que las familias volvieran a disponer de capacidad de financiación en 2008 (0,6% del PIB), tras un período iniciado en 2003 en el que presentaron necesidades de financiación crecientes.

Las AAPP realizaron una aportación positiva al crecimiento de la demanda

Durante 2008, la demanda de las AAPP continuó manteniendo un fuerte dinamismo, como consecuencia de la fortaleza del consumo público, que se incrementó un 5,3%, casi medio punto más que en 2007. Este repunte fue debido al aumento de las compras netas de bienes



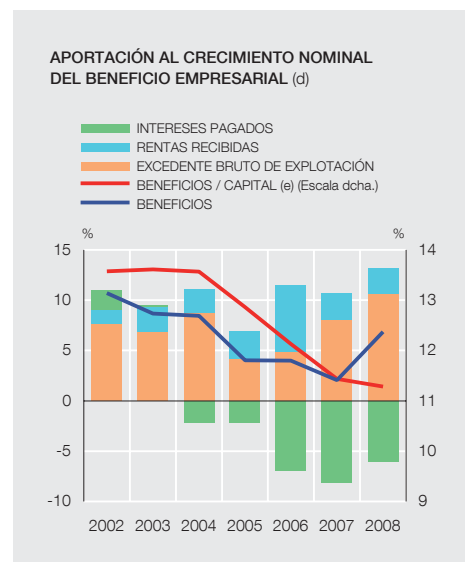
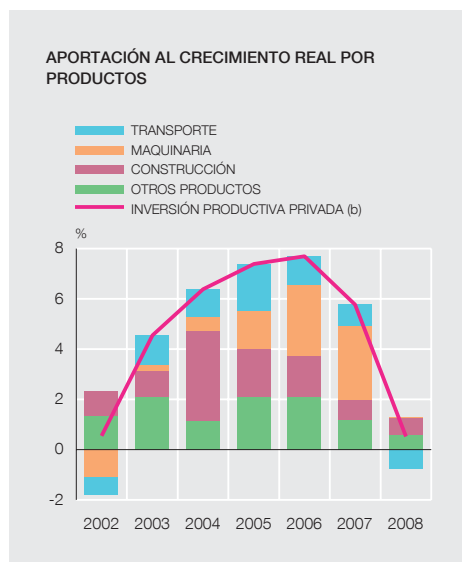
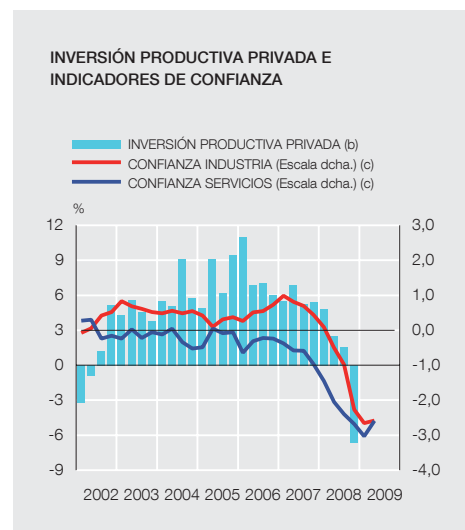
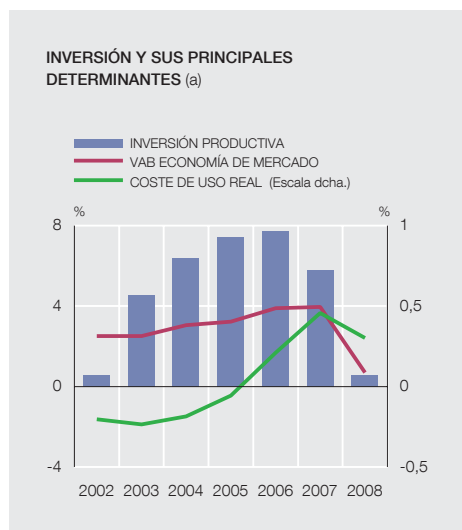
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

- a. La variación del coste de uso, cambiada de signo, se aproxima por el cambio en el ritmo de crecimiento del precio de la vivienda menos la variación del tipo de interés de los préstamos para adquisición de vivienda.
- b. Tasa de variación, en términos reales.
- c. Se aproxima la variación del stock de viviendas en construcción por la diferencia entre las viviendas iniciadas y las viviendas terminadas.
- d. Estadística de transacciones inmobiliarias del Ministerio de Vivienda. Tasas interanuales de variación.

y servicios, mientras que la remuneración de asalariados prosiguió mostrando un ritmo de avance sustancial, similar al del año precedente. Por el contrario, la inversión de las AAPP en términos reales se mantuvo prácticamente estancada en 2008, por las razones apuntadas previamente.

La inversión empresarial acusó una desaceleración intensa a finales de 2008, tras haber mostrado una mayor resistencia en la primera parte del año...

En 2008 la pérdida de dinamismo de la inversión empresarial fue muy pronunciada, con un crecimiento medio, en términos reales, del 0,5%, tras la expansión cercana al 6% del año anterior. Esta mayor atonía estuvo asociada a la debilidad de la demanda —tanto nacional como externa—, a unas perspectivas económicas crecientemente desfavorables y a un endurecimiento de las condiciones de financiación externa de las empresas. Por una parte, como ya se ha mencionado, los criterios aplicados por las entidades para la aprobación de nuevos créditos se fueron haciendo más estrictos, al tiempo que se incrementó el coste de uso del capital en términos reales. Por otra parte, el recurso a las fuentes de financiación interna se vio dificultado por la



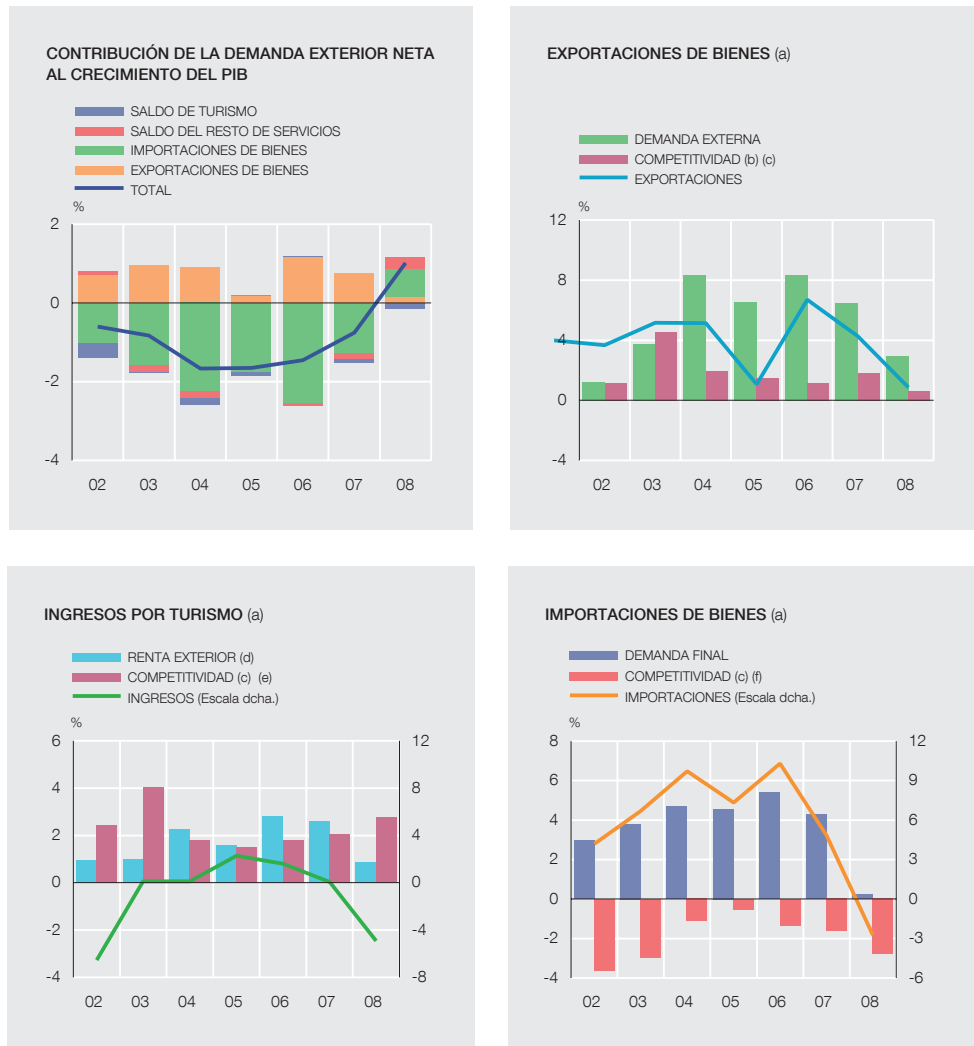
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Tasas de variación real y variaciones del coste de financiación real de la inversión.
- b. Tasas de variación de índices de volumen.
- c. Serie normalizada resultante de sustraer su media y dividir por su desviación estándar.
- d. El beneficio es antes de impuestos y, usando los datos de Cuentas Nacionales, se define como excedente bruto de explotación + intereses y dividendos recibidos + otras transferencias corrientes netas - intereses pagados. Es un beneficio después de intereses y antes de impuestos.
- e. *Stock* de capital productivo privado nominal obtenido a partir de la acumulación de la inversión productiva privada.

caída de las cotizaciones bursátiles y por la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de los beneficios. La desaceleración de la inversión fue especialmente intensa en el último trimestre de 2008, con una contracción en torno al 6% respecto al cierre de 2007, y probablemente se agudizará en 2009, ya que en los meses transcurridos del presente año se han mantenido los factores que debilitaron el gasto de las empresas en el tramo final de 2008.

... que se manifestó en una caída del gasto en bienes de equipo, en particular en medios de transporte

La ralentización fue común a todos los componentes de la inversión productiva privada, aunque revistió particular intensidad en el caso de los bienes de equipo, que cayeron cerca de un 2% (véanse cuadro 5.2 y gráfico 5.5). Dentro de los bienes de equipo destacó la contracción del componente de la inversión en transporte, con un recorte medio del 5,3% en el año 2008. Esta evolución se reflejó en un ligero descenso de la inversión del sector de servicios, dado que este sector



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

- a. Tasas interanuales de variación real.
- b. Deflactor de las exportaciones españolas en relación con los precios de exportación del resto del mundo, corregidos por el tipo de cambio.
- c. Los valores positivos indican una pérdida de competitividad de las exportaciones, importaciones y sector turístico español, respectivamente; y los negativos, una ganancia.
- d. Media del PIB de los países de procedencia del turismo español, ponderados según la importancia relativa del número de visitantes.
- e. Tipo de cambio efectivo real, medido con precios de consumo, frente a los países desarrollados.
- f. Inversa del índice de precios industriales en relación con el deflactor de las importaciones españolas.

realiza el 90% del gasto en bienes de transporte. Asimismo, el componente de la inversión en maquinaria apenas aumentó (1%), en línea con la contracción de las ramas industriales, que llevan a cabo el 40% de la demanda de este segmento de la inversión en equipo. Por último, la inversión privada en construcción no residencial —que siguió una trayectoria de desaceleración más moderada— se sustentó en un cierto dinamismo en los proyectos de inversión en infraestructuras de determinadas empresas públicas, mientras que la edificación no residencial registró una caída significativa, según se desprende de la evolución de los visados de este tipo de proyectos.

El elevado endeudamiento empresarial y la disminución de la rentabilidad de las empresas desanimaron la inversión

La estabilización en un nivel elevado de la ratio de deuda empresarial con respecto a los recursos generados y el aumento de la carga financiera (véase gráfico 6.9) desanimaron la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión. Estos planes se vieron entorpecidos también por el descenso de la rentabilidad de las empresas, que se observó tanto en la ratio

de los beneficios en relación con el capital productivo (definida a partir de variables de Contabilidad Nacional) —que mantuvo en 2008 la trayectoria descendente que venía registrando desde 2004— como en los resultados empresariales que proporciona la Central de Balances, que mostraron una caída significativa.

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

El incremento del excedente bruto y, sobre todo, el fuerte descenso en los pagos por el Impuesto sobre Sociedades, tras su reforma, condujeron a un aumento del ahorro empresarial en 2008. Este hecho, junto con la disminución de la ratio de inversión empresarial, dio lugar a un notable recorte de las necesidades de financiación del sector, hasta el 7,5% del PIB, tras haber alcanzado un máximo del 11,1% en 2007.

### 3.2 LA DEMANDA EXTERIOR

En 2008 la aportación de la demanda externa al crecimiento fue positiva, por primera vez desde finales de la década de los noventa

Por primera vez desde 1997, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en 2008 fue positiva (de un 1 pp, frente a una aportación negativa de -0,8 pp el año anterior). Este resultado se explica por la notable ralentización de las importaciones de bienes y servicios en términos reales, que descendieron un 2,5% (frente a un crecimiento del 6,2% en 2007), ya que las exportaciones moderaron su ritmo de avance a lo largo de 2008, aumentando un 0,7%, frente al 4,9% del año precedente.

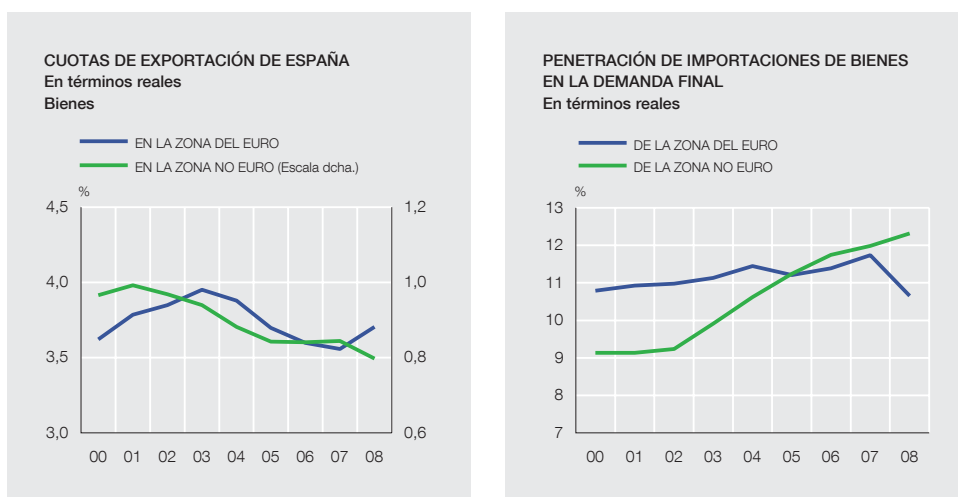
A pesar de que las exportaciones de bienes se desaceleraron al final de 2008, la cuota de participación en los mercados mundiales se estabilizó en el conjunto del año

Las exportaciones de bienes en términos reales mostraron un relativo dinamismo en los tres primeros trimestres de 2008, pero registraron un descenso notable al cierre del año, que se prolongó durante los primeros meses de 2009. El progresivo debilitamiento de la actividad económica mundial a lo largo del ejercicio —y su súbito desplome en los últimos meses del año— afectó a las ventas de productos españoles en el exterior, que en el conjunto del año crecieron tan solo un 0,9%, frente al aumento del 4,3% observado el ejercicio anterior. La globalización de la actividad y de las relaciones comerciales y, en particular, la fragmentación de los procesos de producción están amplificando el papel que desempeña el canal comercial en la propagación de la actual crisis financiera y económica, como se analiza en el recuadro 3.2.

Con todo, en el conjunto de 2008 la cuota de exportación de España en el mundo, en términos reales, se mantuvo estable por tercer año consecutivo, ya que la ganancia de participación de las exportaciones españolas en la zona del euro compensó la pérdida registrada en el resto del mundo (véase gráfico 5.7). El moderado crecimiento de los precios de exportación podría ser indicativo de que las empresas exportadoras, sometidas a la presión de los costes internos, hubieron de reducir nuevamente sus márgenes, en un entorno crecientemente competitivo, como vía para conservar una cierta presencia en los mercados exteriores.

La ralentización de las exportaciones afectó a la mayoría de los productos

El desglose de las exportaciones reales por productos muestra que la desaceleración de las ventas al exterior fue generalizada, aunque más intensa en el caso de las exportaciones de bienes de consumo duradero, que acusaron la atonía de las ventas de productos que se dirigen a los países desarrollados, como los automóviles, y de bienes de equipo, condicionadas por la desfavorable evolución de las exportaciones de material de transporte. Las exportaciones de productos intermedios industriales, impulsadas el año anterior por la demanda de las economías emergentes, se ralentizaron sustancialmente en el segundo tramo de 2008, en consonancia con el comportamiento de la actividad industrial a nivel internacional. Por último, los bienes energéticos mostraron un comportamiento algo más favorable, si bien representan una proporción reducida del total, al igual que los productos de intensidad tecnológica alta (en particular, las aeronaves y los productos farmacéuticos). Estos últimos, junto con el textil, contribuyeron a impulsar las ventas de bienes de consumo no duradero.



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

Las exportaciones de servicios se desaceleraron, aunque el componente de servicios no turísticos mantuvo tasas de crecimiento positivas

Las exportaciones de servicios distintas del turismo aumentaron un 4,6% en términos reales, aunque esta tasa es inferior a la experimentada en los dos años anteriores. Al igual que las ventas de bienes, la desaceleración se concentró en la segunda parte del año, pero fue mucho menos intensa. La internacionalización de los servicios se está viendo impulsada en los últimos años por el progreso técnico, que amplía sus posibilidades de comercialización, y por la capacidad que están mostrando las grandes empresas españolas para competir en algunos sectores. Según la información que proporciona la Balanza de Pagos, en 2008 destacó el crecimiento de los servicios de construcción, de comunicaciones, de *royalties* y de los servicios prestados a las empresas.

Los ingresos por turismo se contrajeron sensiblemente, en un contexto de incertidumbre económica y de fortaleza del euro

Los ingresos por turismo descendieron en el conjunto de 2008, pero de forma particularmente acusada tras la agudización de la crisis financiera internacional, a partir de septiembre. Este movimiento, que fue generalizado a nivel mundial, se vio potenciado en el caso de la economía española por el impacto negativo que tuvo la apreciación del euro frente al dólar y la libra esterlina sobre la competitividad-precio en relación con otros destinos turísticos, localizados en el Mediterráneo oriental. Todo ello, unido al descenso de la actividad en los países de la UE, que es el lugar de procedencia de la mayor parte de turistas cuyo destino es España, determinó un descenso en el número de viajeros en 2008 del 2,6%, frente al aumento del 2% que mostraron los movimientos de turistas a nivel internacional. Con todo, se aprecian indicios de una mayor diversificación geográfica del turismo que llega a nuestro país y de una relativa estabilización de los segmentos más diferenciados de la oferta turística (como el turismo urbano), que atraen, además, una demanda extranjera con mayor capacidad de gasto. A corto plazo, no cabe esperar que el número de turistas recupere las tasas de crecimiento del pasado, aunque la sustitución por parte de los españoles de destinos turísticos en el extranjero por otros nacionales podría ayudar a mitigar esta perspectiva negativa para el sector.

Las importaciones retrocedieron en 2008 por primera vez desde 1993, intensificando su caída a lo largo del año...

A diferencia de las exportaciones, las importaciones de bienes ralentizaron su ritmo de avance progresivamente a lo largo del año, aunque, al igual que las primeras, acentuaron su caída de forma significativa en el último trimestre del año y mantuvieron esta tendencia en la parte transcurrida de 2009. En el conjunto de 2008, las compras al exterior se redujeron un 2,7%, en términos reales, el primer descenso en 15 años, frente a un crecimiento del 4,8% el año anterior. Esta caída está asociada con la pérdida de dinamismo de la actividad industrial y de

la demanda final, cuya dependencia de productos importados es muy elevada, en especial de consumos intermedios requeridos por la industria y de bienes de equipo y de consumo con elevado contenido tecnológico.

... lo que permitió que la penetración de importaciones en la demanda final disminuyera

El descenso de las importaciones fue especialmente pronunciado en bienes de equipo, tanto en maquinaria como, sobre todo, en material de transporte, en bienes de consumo duradero, destacando los automóviles, y, dentro de los bienes intermedios industriales, en minerales y en productos destinados a la fabricación de material de transporte. Por áreas geográficas, la caída de las importaciones, en términos reales, se concentró en las compras de bienes procedentes de la UE, que disminuyeron un 7,4%, mientras que las compras a los países extracomunitarios aumentaron un 3,8%, aunque cayeron en el último trimestre de 2008. En línea con lo ocurrido a nivel mundial, donde el descenso del comercio está siendo más intenso que la ralentización de la actividad, las compras al exterior han disminuido en España más de lo que cabría esperar a la luz de la evolución de la demanda final. De esta forma, en 2008 se interrumpió la trayectoria observada en años anteriores de aumento continuado de la penetración de importaciones en la demanda final.

Los pagos por turismo registraron en 2008 el primer descenso desde el año 1993

Las importaciones de servicios, tras varios años de crecimiento apreciable, también descendieron en 2008. En el caso de los pagos por turismo, la caída fue del 4,5% en el conjunto del año y, como en otras variables, se intensificó en los últimos trimestres del año. La elevada incertidumbre que rodea la situación económica y la evolución de los determinantes fundamentales del gasto turístico explican la evolución de este componente del gasto de los hogares, que presenta una elevada elasticidad-renta. Por su parte, la disminución de las importaciones de otros servicios, que también se acentuó en los meses finales de 2008, estuvo condicionada por el comportamiento de los pagos por *royalties*, seguros, y servicios informáticos y de comunicaciones.

#### 4 La actividad

La fuerte desaceleración de la actividad condujo a que la brecha de producción, aunque todavía positiva, se recortara sustancialmente en 2008

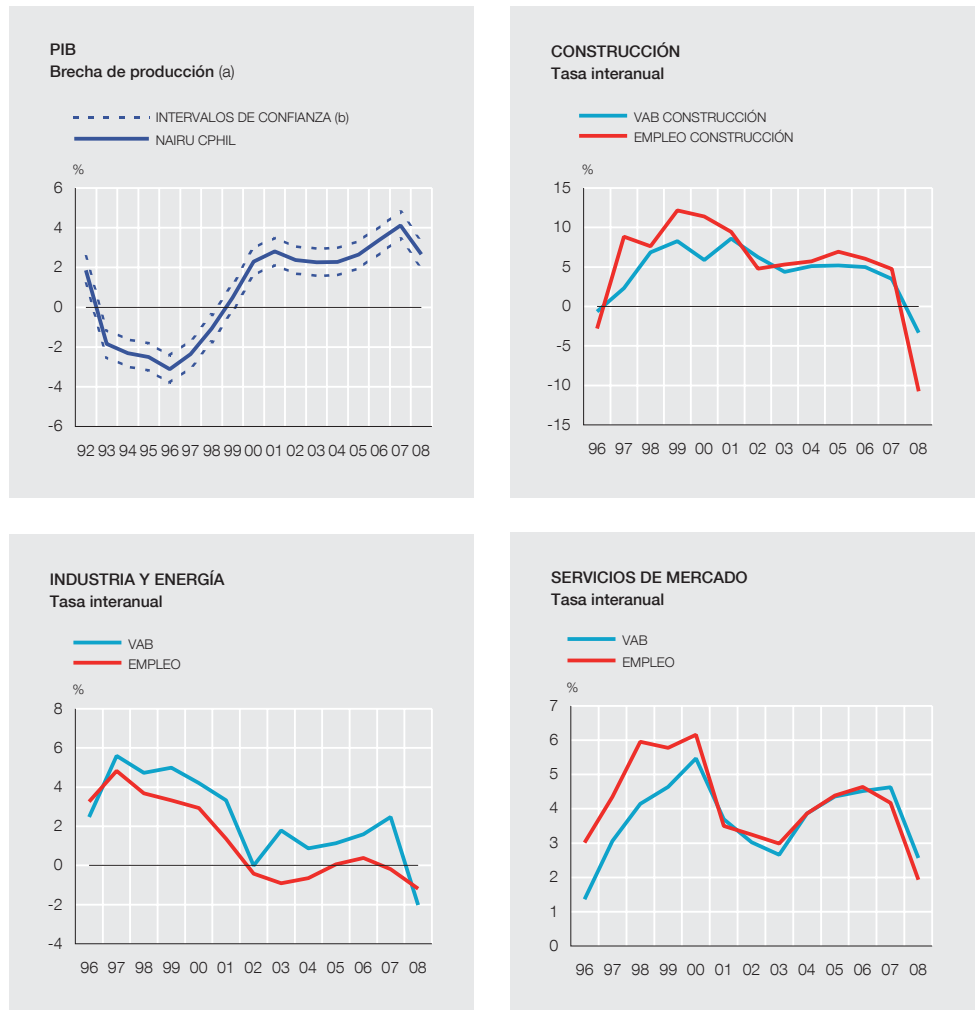
El proceso de desaceleración de la actividad económica que se había iniciado en el ejercicio anterior se acentuó de forma severa en el transcurso de 2008, cobrando mayor intensidad a partir del último trimestre. En el conjunto del año, el crecimiento del PIB (1,2%) fue inferior al del producto potencial, aunque este también redujo su ritmo de avance, con lo que la brecha de producción que se había venido acumulando durante la fase expansiva comenzó a cerrarse en 2008 (véase gráfico 5.8).

El menor vigor de la actividad fue generalizado por ramas, con una contracción intensa de la construcción...

La desaceleración de la economía de mercado fue notablemente más intensa que la del PIB, hasta crecer a un ritmo del 0,7%, tasa inferior en 3,2 pp a la observada en 2007. Por ramas de actividad, solo la industria energética acrecentó su dinamismo en comparación con el año anterior, mientras que el resto aminoró su ritmo de crecimiento. Así, el valor añadido de las ramas agraria y pesquera se redujo sustancialmente en 2008, hasta situar su tasa media en el -0,6%, 3,6 pp por debajo de la observada en 2007.

La caída de la producción fue especialmente intensa en el sector de la construcción (-3,3%), con un perfil de fuerte desaceleración a lo largo del ejercicio, al pasar de una tasa positiva del 1,5% interanual en el primer trimestre a un retroceso del 8% en el cuarto. Como ya se comentó en el apartado dedicado a la demanda nacional, esta evolución tan desfavorable se debió principalmente al componente de vivienda, mientras que el resto de la edificación y la obra civil mostraron un comportamiento menos adverso. La intensa caída de la demanda de vivienda, la acumulación de un saldo elevado de inmuebles sin vender y el endurecimiento del acceso a la financiación frenaron significativamente la puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión residencial. Además, el empeoramiento de las expectativas sobre los precios de la





FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. La brecha de producción se define como la diferencia porcentual del PIB observado con respecto al potencial. Para la obtención de la brecha de producción se ha calculado la NAIURU (tasa de paro estructural) a partir de la estimación de una curva de Phillips (véase el artículo del *Boletín Económico* del Banco de España, de enero de 2007, «Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española», de M. Izquierdo y J. Jareño).

b. Intervalo de confianza al 95% considerando únicamente la incertidumbre existente en la estimación del componente estructural de la tasa de paro.

vivienda redujo los incentivos de los constructores a ampliar su producción, al descender la rentabilidad esperada de la nueva oferta residencial. La edificación no residencial también fue ralentizándose en el transcurso del año, a medida que las empresas fueron revisando a la baja sus planes de inversión a medio plazo por la crisis económica internacional, el deterioro de las perspectivas económicas y el endurecimiento de las condiciones de financiación.

... y algo más moderada en las ramas industriales...

Pese al comportamiento positivo de la actividad energética, el VAB de la industria y de la energía experimentó una progresiva pérdida de vigor en el curso de 2008, contrayéndose un 2% en tasa anual. Ello se debió a la caída en la demanda de bienes intermedios por parte de la rama de construcción, a la que se sumaron, a medida que avanzaba el año, los efectos de la menor adquisición de bienes de consumo por parte de las familias y de bienes de equipo por parte de las empresas. Finalmente, el desplome del comercio internacional en el último trimestre del año deprimió la producción de bienes exportados. De esta forma, los retrocesos de la actividad industrial fueron haciéndose más acusados a medida que avanzaba el año,

desde una tasa interanual casi nula en el primer trimestre del año hasta el -4,7% del cuarto. Si se atiende al contenido tecnológico de los productos, la producción de las actividades que incorporan un menor contenido tecnológico, especialmente las de tecnología media-baja, fueron las que presentaron un mayor retroceso, mientras que las industrias más avanzadas mejoraron sus registros en comparación con 2007. Finalmente, el valor añadido de las ramas energéticas creció en torno a un 2%, impulsado, principalmente, por el mayor dinamismo del sector de distribución de gas, mientras que la debilidad de la demanda de energía eléctrica se tradujo en una modesta expansión de su producción, que apenas creció un 1%.

... mientras que los servicios de mercado mostraron una tasa de expansión positiva, aunque también una trayectoria de acusada desaceleración a lo largo del año

La actividad en el conjunto de ramas del sector servicios registró una acusada ralentización en 2008 (con un crecimiento medio del 3,1%), impulsada por el progresivo debilitamiento de las ramas de mercado, cuyo VAB se desaceleró hasta el 2,6% en el conjunto del año (0,7% en el cuarto trimestre), tras haber anotado registros superiores al 4% en los tres años precedentes. El comportamiento menos expansivo fue generalizado, desde el prisma tanto de la oferta de servicios que se dirige a satisfacer el consumo interior como de la producción de servicios para la exportación, aunque revistió mayor intensidad en los servicios relacionados con la automoción y con el turismo, así como con los destinados a empresas.

## 5 El mercado de trabajo

El empleo disminuyó en 2008, tras un largo período de intensa creación de empleo

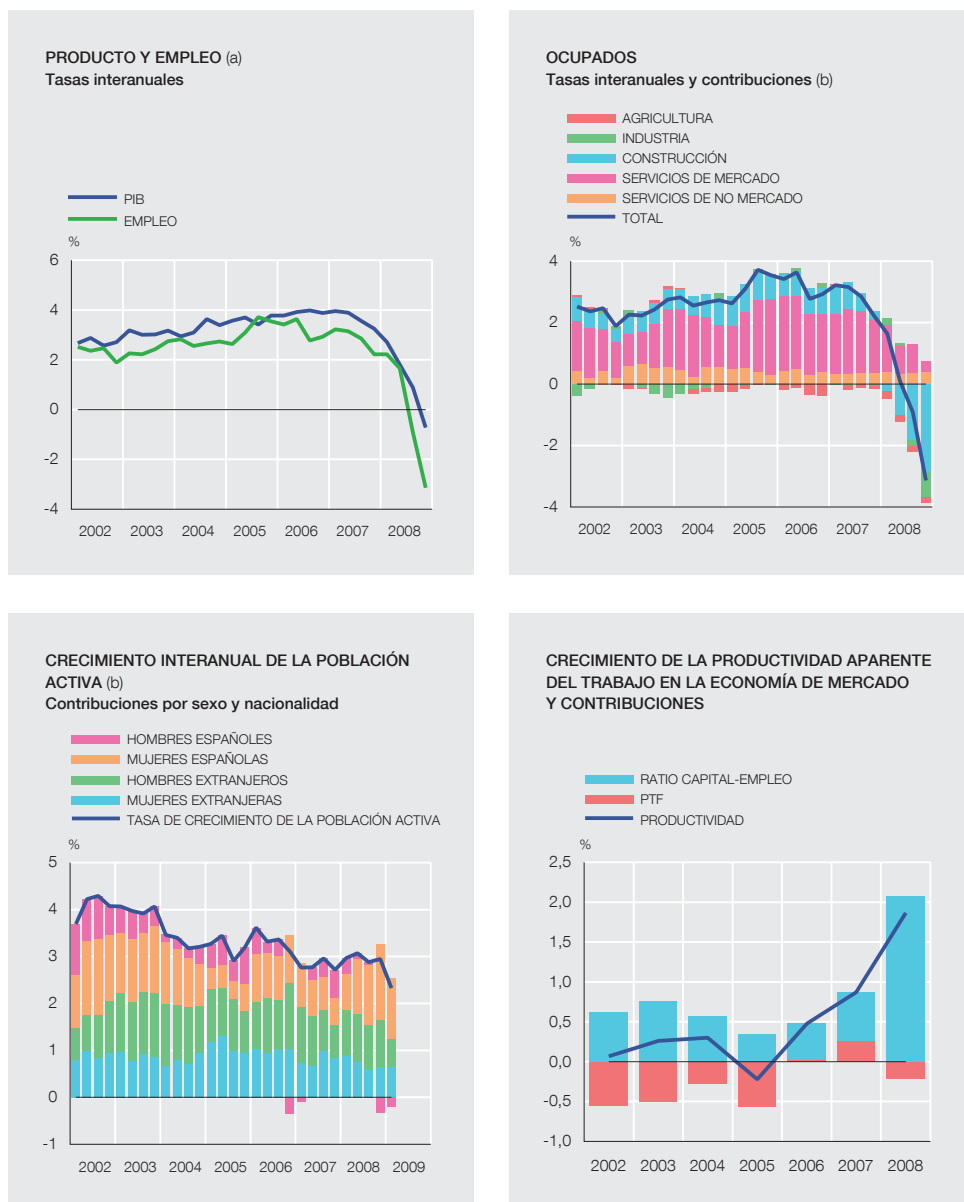
Tras catorce años consecutivos de creación de empleo, a una tasa media anual superior al 3%, en 2008 el número de ocupados se redujo en un 0,6%, si bien el deterioro del mercado laboral fue muy superior en la segunda parte del año, observándose un descenso interanual del 3,1% en el último trimestre (véase gráfico 5.9). Las ramas de economía de mercado mostraron un comportamiento más negativo, con un descenso de la ocupación del 1,2% en el promedio del año.

El ajuste del empleo fue muy superior al observado en la actividad económica, a lo que contribuyó, entre otros factores analizados en el capítulo 2 de este Informe, la evolución de los salarios, que repuntaron con intensidad, tanto en términos nominales como reales. El crecimiento de la productividad aparente del trabajo se elevó hasta el 1,8%, aunque, según se observa en el panel inferior derecho del gráfico 5.9, en el que se ofrece una estimación de su descomposición, ese incremento fue consecuencia de la intensa caída del empleo, que elevó la ratio capital/trabajo, sin que se observaran ganancias en la evolución estimada de la productividad total de los factores.

Por ramas de actividad, el deterioro fue generalizado, aunque especialmente intenso en la construcción

El ajuste del empleo fue especialmente intenso en la construcción, donde se observó una caída en la ocupación de algo más del 10% en el conjunto de 2008, con tasas negativas de variación desde el primer trimestre del año y un descenso superior al 20% en los tres últimos meses del ejercicio. En las ramas industriales, a pesar de la recuperación que se observó en la primera parte del año, el empleo disminuyó un 1,2%, mostrando una fuerte destrucción de empleo en el último trimestre. Por su parte, en los servicios de mercado, el avance del empleo fue del 1,9%, menos de la mitad que el registrado en 2007 y con un crecimiento próximo a cero a finales de año. Finalmente, en la agricultura se volvieron a destruir puestos de trabajo, como en los últimos cinco años, a una tasa superior a la observada en 2007. Los servicios de no mercado, sin embargo, compensaron parte de la evolución negativa del resto de ramas, con un crecimiento del 2%, estable a lo largo del año y muy similar al del año anterior.

La productividad registró crecimientos muy elevados en la construcción (8,3%), que explican la mayor parte del repunte observado en esa variable en el total de la economía, tras un largo período de descensos, y tasas modestas en los servicios e incluso negativas en la industria, con unas fuertes caídas en la primera parte del año.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. CNTR. Series desestacionalizadas. Empleo equivalente a tiempo completo.

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

La caída del empleo condujo a una reducción de la ratio de temporalidad

En términos de la composición del empleo, según la duración del contrato, la destrucción de puestos de trabajo se concentró en los asalariados con contrato temporal, que disminuyeron un 8% en el año, con un descenso superior al 12% en el último trimestre. Los asalariados con contrato indefinido, por su parte, mantuvieron un crecimiento del 3%, aunque con un perfil de marcada desaceleración, hasta alcanzar un incremento prácticamente nulo a finales de año. Esta evolución situó la ratio de temporalidad en el 29,3%, más de 2 pp por debajo de su nivel en 2007. Cabe relacionar esta reducción, principalmente, con el comportamiento cíclico del empleo temporal, que ha protagonizado la mayor parte del ajuste. Así, por ejemplo, los flujos de la EPA indican que el 14,5% de los asalariados con contrato temporal en el tercer trimestre del año se encontraba en desempleo un trimestre después, mientras que esta cifra es del 2% entre los asalariados indefinidos. Asimismo, la destrucción de puestos de trabajo en el sector de la construcción, donde la temporalidad es muy elevada y un

tercio de los trabajadores temporales perdieron su empleo en el año, contribuyó también al descenso observado en la temporalidad. Por nacionalidad, la contratación de extranjeros mantuvo un crecimiento positivo en el año, aunque muy inferior al de 2007, si bien mostró una acusada desaceleración a lo largo del ejercicio, hasta alcanzar un crecimiento nulo en el último trimestre.

A pesar del deterioro del mercado de trabajo, el ritmo de avance de la población activa se aceleró en 2008

Por lo que respecta a la oferta de trabajo, la población activa mantuvo en 2008 un dinamismo algo superior al del ejercicio anterior, con un crecimiento del 3%, a pesar de que el avance de la población se ralentizó, hasta mostrar un incremento del 1,4%, cuatro décimas menos que en 2007. Este menor crecimiento fue consecuencia de la moderación en las entradas netas de inmigrantes, que, aunque todavía elevadas (unas 450.000 personas mayores de 16 años), mostraron cierta reacción al deterioro de la actividad. Por tanto, el repunte de la población activa vino explicado por un mayor incremento de la tasa de participación, que se situó en el 59,8%, nueve décimas por encima de su nivel el año anterior, y en línea con los incrementos observados en los años de mayor creación de empleo. Detrás de este comportamiento se encuentra, principalmente, el avance registrado entre las mujeres de nacionalidad española, que incrementaron su tasa de actividad en 1,4 pp (0,9 pp en 2007), como respuesta, en parte, al aumento del desempleo de otros colectivos (de hecho, se observó un aumento de la tasa de participación de las mujeres cuyo cónyuge está desempleado). Por su parte, la tasa de participación entre los extranjeros recuperó el dinamismo de años anteriores, tras el descenso observado en 2007, con un repunte cercano a 1 pp, motivado, sobre todo, por el comportamiento de las mujeres.

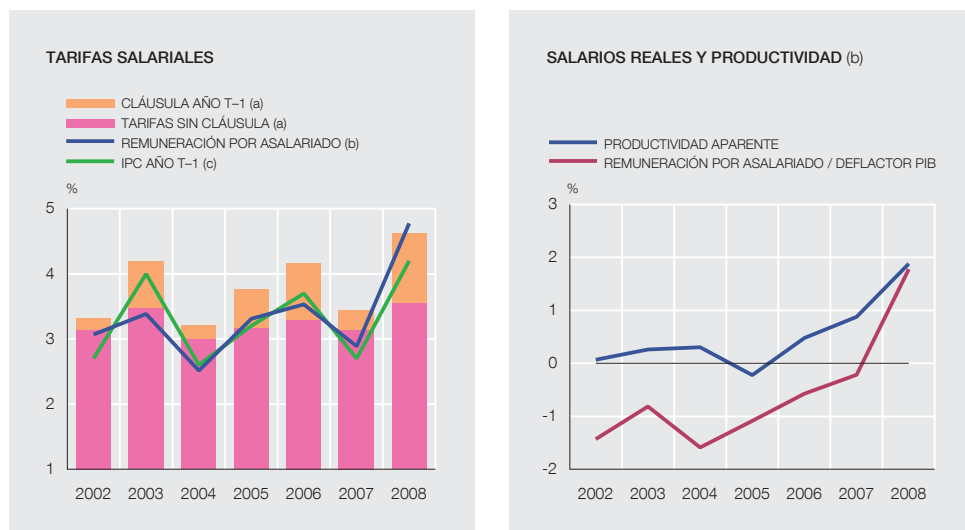
La intensidad del ajuste del empleo frente al dinamismo de la población activa desembocó en un vertiginoso aumento del desempleo

El desempleo aumentó en más de 1,2 millones de personas (66,4%) a lo largo de 2008, hasta finalizar el año superando los 3,2 millones de desempleados y una tasa de paro del 13,9%, tras el mínimo histórico del 8% alcanzado en 2007. El aumento del desempleo fue especialmente intenso entre los trabajadores más jóvenes y en los de menor nivel de cualificación, así como entre el colectivo de nacionalidad extranjera, cuya tasa de desempleo se elevó en torno a 5 pp, hasta el 17,5%. El incremento de la tasa de paro siguió siendo muy pronunciado en el primer trimestre de 2009, cuando alcanzó el 17,4%, y el número de desempleados excedió de cuatro millones. Las estimaciones disponibles sobre el componente estructural del desempleo apuntan hacia un aumento de la NAIRU en 2008, más moderado que el registrado por la tasa de paro. De cara a 2009, no se puede descartar un aumento más intenso del desempleo estructural asociado a un incremento significativo del desempleo de larga duración.

Los salarios repuntaron en 2008, tanto en términos nominales como reales, mostrando una escasa sensibilidad a las peores condiciones cíclicas

En cuanto a la evolución salarial, en 2008 los incrementos pactados en la negociación colectiva se situaron en un 3,6%, medio punto porcentual por encima del incremento acordado para 2007, a pesar del progresivo deterioro del mercado laboral a lo largo del año (véase gráfico 5.10). Sin embargo, las tarifas salariales reflejaron, primordialmente, el peor comportamiento de la inflación en la primera mitad del ejercicio, sin que se observara una inflexión a la baja en los convenios de nueva firma en los últimos meses del año, cuando la inflación empezó a moderarse y el deterioro del mercado de trabajo era ya muy acusado. Adicionalmente, la desviación de la inflación a finales de 2007 con respecto a la referencia del 2% (2,2 pp) activó las cláusulas de salvaguarda contra la inflación, lo que incrementó las presiones salariales, con un impacto de 1,1 pp sobre los salarios pagados en 2008.

Las estimaciones de la remuneración por asalariado de la CNTR reflejaron esta evolución de la negociación colectiva, con un repunte del coste salarial hasta el 4,8% en la economía de mercado, lo que supone el mayor incremento desde principios de la década de los



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

a. Con información de convenios hasta abril de 2009.

b. Economía de mercado.

c. Tasa interanual de diciembre.

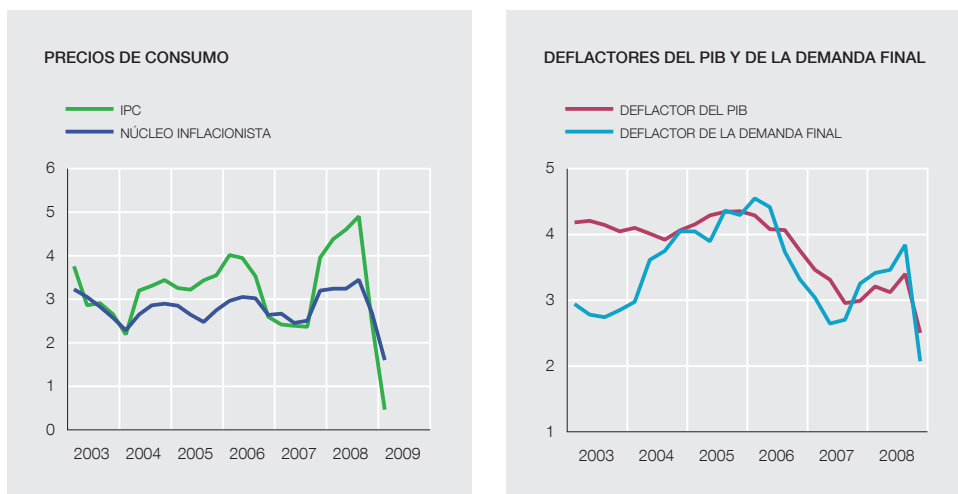
años noventa. Esta evolución de los costes salariales implica una deriva salarial<sup>2</sup> prácticamente nula en 2008, tras los registros negativos de años anteriores, que cabe relacionar con la desaparición de los efectos composición que explicaron la deriva negativa en los años previos. En términos reales, los costes laborales soportados por las empresas, utilizando como índice de precios el deflactor del PIB de la economía de mercado, repuntaron con intensidad en 2008, como se muestra en el gráfico 5.10, cerrando la brecha que se venía observando en años anteriores respecto al comportamiento de la productividad del trabajo.

## 6 Los precios y los costes

La inflación mostró un fuerte recorte a partir de mediados de 2008, que se ha intensificado en los meses transcurridos de 2009, en los que ha llegado a presentar tasas interanuales negativas

El índice de precios de consumo (IPC) mostró una evolución muy diferenciada a lo largo de 2008. En la primera mitad del año, la inflación registró un acusado incremento, prolongando la senda observada desde el verano de 2007, hasta situarse en el 5,3% en julio. Posteriormente, se produjo un descenso todavía más pronunciado, de forma que el año se cerró con un incremento del 1,4%. Esta tendencia ha continuado en los meses transcurridos de 2009, situándose el crecimiento interanual en el -0,1% en marzo, que es la menor tasa desde 1952. En esta caída de la inflación han sido relevantes tanto el abaratamiento de las materias primas energéticas y alimenticias, en un contexto económico mundial de gran debilidad, como la caída del gasto nacional, en especial de los hogares. Esto ha obligado a las empresas a ajustar la fijación de precios, mediante la contracción de márgenes o la búsqueda de ganancias de productividad que compensaran el impacto de los costes laborales. Además, esas perturbaciones incidieron con mayor intensidad en España que en la UEM, de modo que el diferencial de inflación —medido con el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)—, que había permanecido por término medio en torno a 1 pp desde 1999, se redujo notablemente a partir del último trimestre, registrando desde diciembre valores negativos crecientemente elevados, hasta situarse en -0,7 pp en marzo de 2009, lo que constituye el nivel más reducido desde el inicio de la Unión Monetaria.

2. Definida como la diferencia entre el incremento de las tarifas salariales acordadas en la negociación colectiva, incluyendo el efecto de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación, y el incremento de la remuneración por asalariado de la CNTR.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de crecimiento interanuales.  
 b. Índice general sin alimentos ni energía

La trayectoria de la inflación en 2008 reflejó las fluctuaciones del precio del petróleo...

En el conjunto del año 2008, la inflación medida por el IPC aumentó 1,3 pp respecto al año anterior, hasta el 4,1%. Como se comentó antes, esa cifra es el resultado de dos períodos muy diferenciados. Durante la primera mitad de 2008, el precio del crudo en los mercados internacionales se encareció sustancialmente, hasta alcanzar valores próximos a 150 dólares por barril de Brent en julio —el máximo histórico en términos nominales—, si bien se abarató a partir de entonces, hasta precios algo superiores a los 40 dólares por barril en diciembre, con un cierto repunte en los meses transcurridos de 2009. El comportamiento del tipo de cambio del euro frente al dólar, que se apreció cuando el petróleo se encarecía y se depreció en la fase de abaratamiento, ha amortiguado algo estas oscilaciones del precio del crudo cuando se miden en euros. La mayor importancia relativa de los gastos en productos derivados del petróleo en el conjunto del gasto de los hogares españoles respecto de los de la UEM, así como la menor carga de los impuestos específicos que gravan estos productos, explican que las variaciones del precio de crudo tengan un mayor efecto sobre los precios españoles que sobre los de la zona del euro. A este hecho es atribuible una parte de la disminución ya comentada del diferencial de inflación con la UEM. Por su parte, la traslación de los cambios en los precios del petróleo hacia los de los productos no energéticos fue moderada —en línea con las estimaciones econométricas disponibles—, si bien, al contribuir a mantener tasas de inflación elevadas durante la primera parte de 2008, el encarecimiento de los productos energéticos explica parte del repunte de los salarios negociados en dicho año.

... la evolución de los precios de los alimentos...

La senda de la inflación refleja igualmente la de los precios de los productos alimenticios. El encarecimiento de estos en los mercados internacionales durante 2007 fue un factor de estímulo para el incremento de las siembras en el conjunto mundial, que se vio acompañado de condiciones climáticas generalmente favorables, permitiendo una expansión de la producción global y un incremento de los niveles de existencias. En este contexto, los precios de las materias primas alimenticias en los mercados internacionales se han abaratado sustancialmente, especialmente desde mediados de 2008, contribuyendo a moderar los ritmos de variación de los precios alimenticios de consumo tanto en España como, en menor medida, en la zona del euro.

... y el impacto de la recesión

En el promedio de 2008, los precios de los servicios aumentaron un 3,9%, tasa muy similar a la observada en los años anteriores de la presente década. Sin embargo, la ralentización de

este componente entre el tramo final del pasado año y los meses transcurridos de 2009 apunta a un ajuste de los precios y márgenes a la caída del gasto de los hogares. De este modo, en marzo de 2009 los precios de los servicios habían moderado su ritmo de avance hasta el 2,7%, reduciéndose su diferencial de crecimiento con la UEM. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos recortaron su tasa de variación en el promedio del pasado ejercicio, hasta situarse en el 0,3%, cuatro décimas por debajo de la cifra de 2007. En 2009, estos precios se han ralentizado de forma todavía más acusada, alcanzando en marzo el -0,6%, tasa sustancialmente inferior a la correspondiente al conjunto de países de la zona del euro. Este intenso ajuste parece responder a la contracción de la demanda, así como, posiblemente, a las fuertes presiones competitivas en algunos mercados —como los de prendas de vestir y calzado—, debido al peso creciente de los nuevos países productores.

El deflactor del PIB se desaceleró en 2008, especialmente en la parte final del año

El deflactor del PIB aumentó un 3% en 2008, dos décimas por debajo de la tasa del año anterior. La ralentización se concentró en la parte final del ejercicio, de modo que en el cuarto trimestre el ritmo de variación se situó en el 2,5%. Por componentes de la demanda, la desaceleración fue generalizada en el último tramo del año, observándose una mayor heterogeneidad al comienzo del mismo. En concreto, las tensiones inflacionistas de los mercados de materias primas en los primeros trimestres se apreciaron con intensidad en los defladores de importación y de consumo. El deflador de las exportaciones repuntó también en la primera parte de 2008. Por el contrario, la desaceleración del deflador de la formación bruta de capital fue continuada a lo largo del año, debido, sobre todo, al componente de inversión residencial, que reflejó la trayectoria del precio de la vivienda.

Los costes laborales unitarios repuntaron, en un contexto de elevados incrementos salariales...

Pese al intenso deterioro de las condiciones económicas, el repunte de la remuneración por asalariado superó el aumento de la productividad aparente del trabajo, lo que condujo a una aceleración de los costes laborales por unidad de valor añadido en la economía de mercado.

... lo que dio lugar a una pérdida de competitividad-precio en el conjunto de 2008, aunque revirtió parcialmente en el segundo semestre

Los distintos índices de competitividad-precio frente a los principales países desarrollados continuaron deteriorándose en el conjunto del año, aunque la depreciación del euro y la corrección generalizada de los diferenciales de precios condujeron a una cierta mejora a partir del segundo semestre. Frente a la zona del euro, los indicadores de competitividad-precio mostraron, en general, una evolución similar a la del año anterior, salvo en el caso de los basados en los costes laborales unitarios en las manufacturas, que mostraron un mayor empeoramiento, y en los precios de exportación, que experimentaron una clara mejoría. En cambio, fuera del área del euro, las pérdidas de competitividad-precio fueron superiores a las observadas en 2007, ya que el estrechamiento de los diferenciales de precios y costes, que en algunos casos llegó a hacerse negativo, se vio más que compensado por la apreciación que registró el euro en el conjunto del año (véase gráfico 5.12).

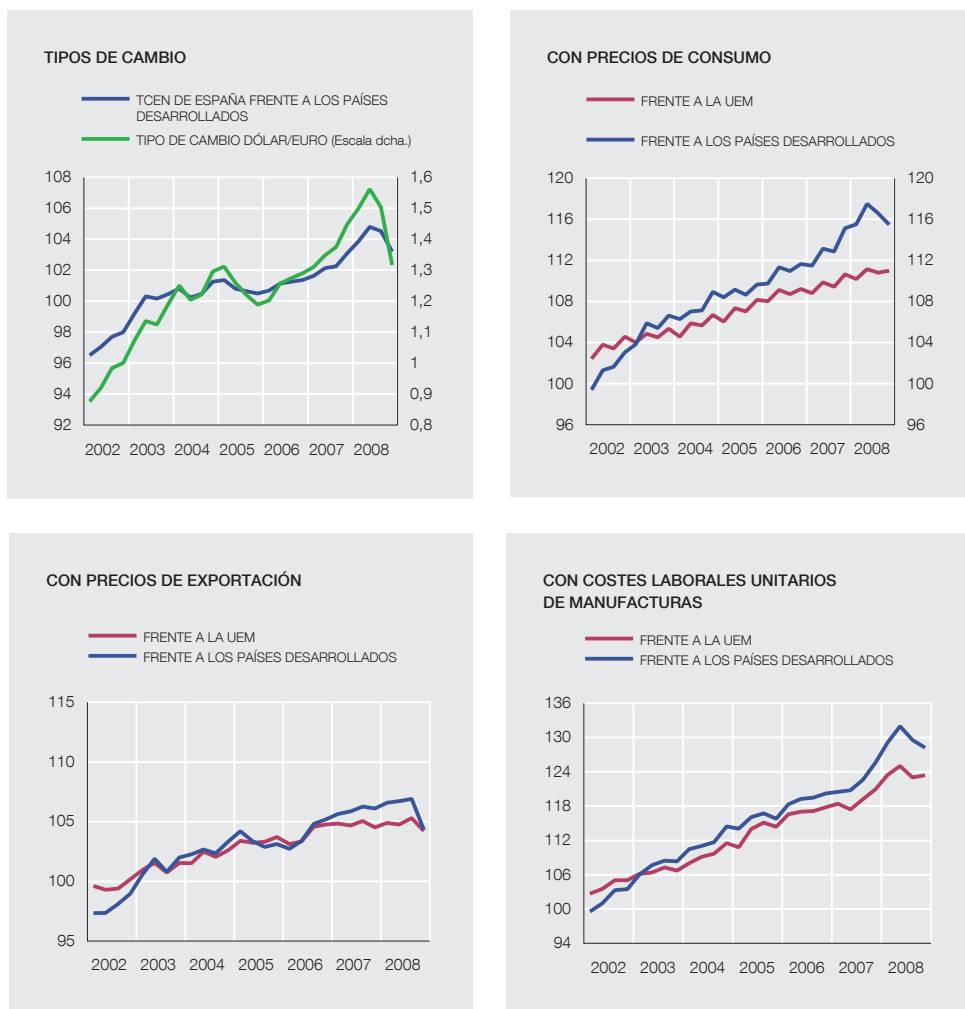
## **7 Las necesidades de financiación de la nación y la cuenta de capital de los sectores institucionales**

La necesidad de financiación de la nación se redujo por primera vez desde el año 2002

A medida que la economía española se iba ralentizando, las necesidades de financiación exterior se fueron moderando, registrando tasas de variación interanuales negativas en la segunda parte de 2008 y en los meses transcurridos de 2009. La tendencia a la reducción del déficit exterior se ha visto reforzada en los últimos meses tanto por la severidad de la contracción de la demanda nacional, que deprime las compras en el exterior, como por el abaratamiento de la energía, que está permitiendo recortar el déficit energético sustancialmente.

En el conjunto del año, la necesidad de financiación de la nación se redujo hasta el 9,1% del PIB, seis décimas menos que el año anterior, interrumpiéndose así una persistente tendencia alcista. Como se comentó antes, la corrección fue más sustancial en los últimos trimestres: así, en el cuarto trimestre la necesidad de financiación fue 2 pp del PIB





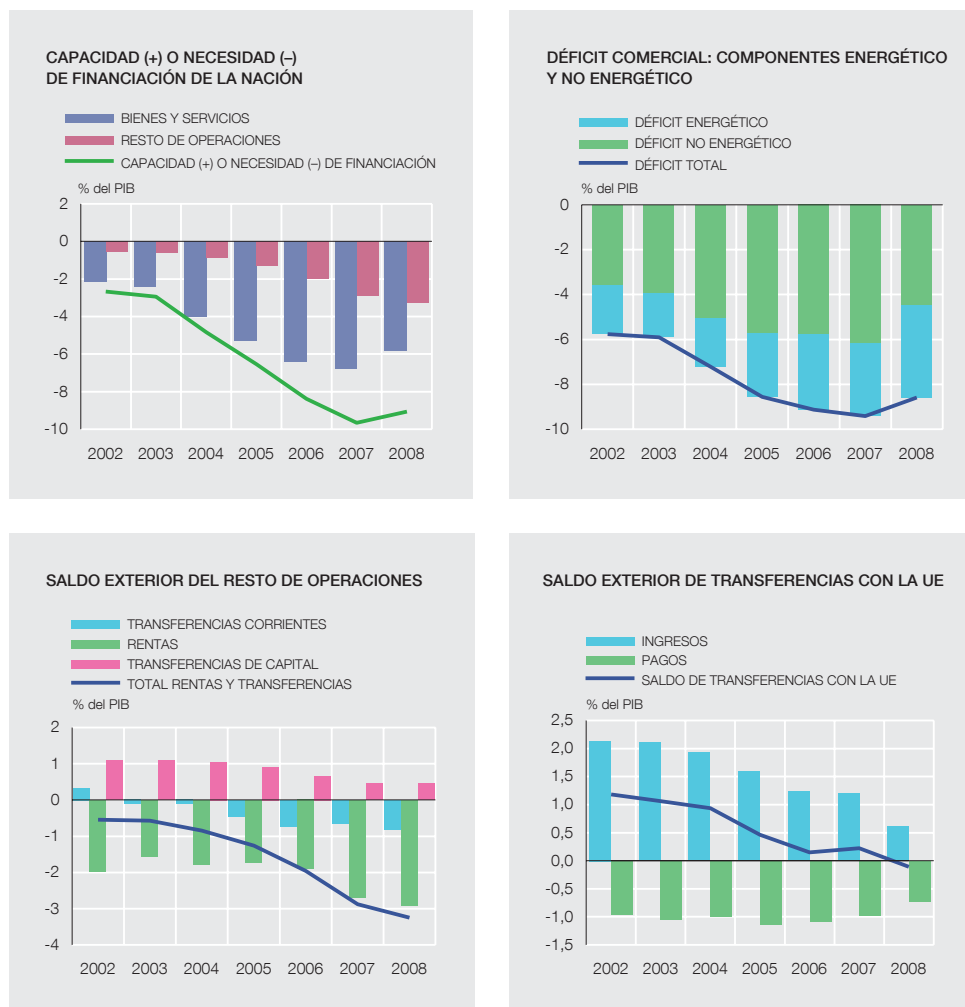
FUENTE: Banco de España.

a. Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad, y viceversa.

—inferior a la de un año antes—, y el déficit comercial, más de 3 pp más bajo que el del cuarto trimestre de 2007. Volviendo al total anual, la mejoría del saldo exterior refleja la disminución del déficit por cuenta corriente, hasta el 9,5% del PIB, ya que el superávit por operaciones de capital se mantuvo estable en torno al 0,5% del PIB (véase gráfico 5.13). En el conjunto del año, la reducción del déficit comercial (de 0,8 pp, hasta situarse en el 7,7% del PIB) permitió compensar el deterioro del saldo de rentas de inversión y, en menor medida, del de transferencias corrientes. Por áreas geográficas, la corrección se concentró en el comercio con la UE, ya que el déficit con los países extracomunitarios continuó ampliándose, al reflejar, principalmente, el impacto del repunte medio anual en el precio de las materias primas.

El superávit turístico continuó disminuyendo en 2008

Al igual que en el año anterior, en 2008 el superávit turístico continuó reduciendo su peso en el PIB, pero en esta ocasión con un descenso tanto de los pagos como de los ingresos por turismo, que se ha precipitado en el último trimestre del año. En cuanto a los servicios no turísticos, si bien continuaron registrando tasas de crecimiento positivas en el conjunto de 2008, también mostraron una notable desaceleración a lo largo del ejercicio, especialmente intensa en el caso de las importaciones, lo que propició que su déficit se redujera casi tres décimas, hasta situarse en el 0,9% del PIB.



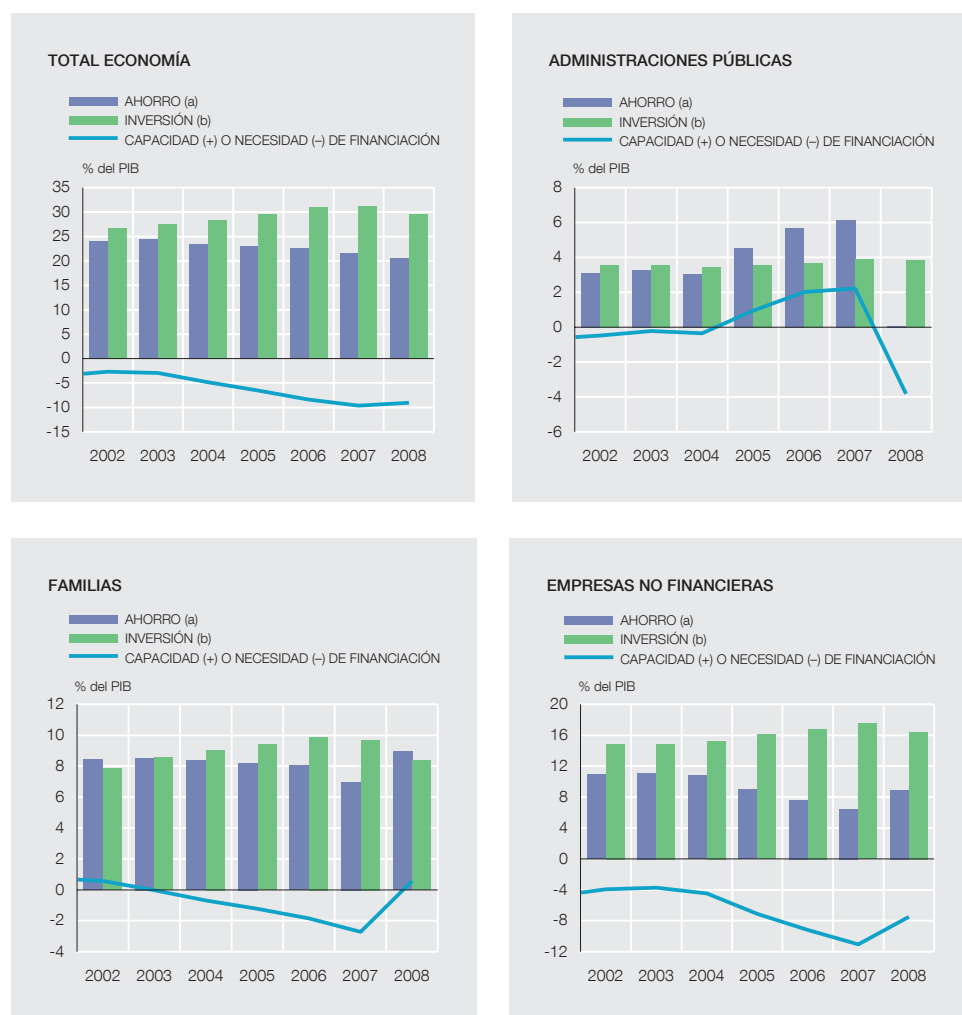
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

El déficit de rentas siguió ampliándose...

La crisis financiera internacional ha endurecido el acceso a la financiación internacional, especialmente en los mercados de capitales. Como consecuencia de ello, los tipos de interés de los fondos captados en el exterior por parte de las entidades de crédito se elevaron y, además, se produjo un desplazamiento desde emisiones a largo plazo hacia instrumentos de corto plazo, entre los que destaca el aumento del recurso al Eurosistema. En esas condiciones, aunque el endeudamiento exterior de la economía española se estabilizó en los elevados niveles del año anterior (en torno al 80% del PIB), el déficit de rentas de inversión elevó su peso en el PIB dos décimas, hasta el 2,9% del PIB. Este aumento refleja la ampliación del saldo negativo asociado a las rentas generadas por las inversiones de cartera y de otra inversión, que la ampliación del superávit de rentas generadas por las inversiones directas no pudo compensar.

... así como el déficit de transferencias corrientes, debido al deterioro del saldo con la UE, lo que contrasta con la relativa estabilización del superávit de las operaciones de capital

Las transferencias corrientes netas se saldaron en 2008 con un déficit del 0,8% del PIB, dos décimas más que en 2007, tanto por el crecimiento moderado de los pagos como por el descenso de los ingresos. El descenso de las remesas que los emigrantes envían a sus países de origen, tras los notables aumentos registrados desde comienzos de la década, fue más que compensado por el aumento que experimentaron los pagos efectuados por las AAPP, tanto los relacionados con la UE como los relativos a donaciones. En cuanto a los ingresos, su evolución refleja el descenso de los fondos comunitarios. Por su parte, el peso en el PIB del superávit de las operaciones de capital se mantuvo estable en el 0,5% del PIB, interrumpido



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Ahorro nacional bruto.
- b. Formación bruta de capital.

piendo el descenso de años anteriores. A diferencia del año anterior, los ingresos procedentes de la UE en concepto de transferencias de capital aumentaron ligeramente. En conjunto, el saldo positivo de las operaciones corrientes y de capital de las AAPP con la UE se redujo de forma significativa en 2008.

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

Las menores necesidades de financiación de la economía española en 2008 se explicaron por el descenso de la inversión (en 1,7 pp del PIB, hasta el 29,6%), ya que la tasa de ahorro nacional bruto continuó reduciéndose (en 1,1 pp del PIB, hasta el 20,5%) (véase gráfico 5.14). La evolución a nivel agregado se debió a un comportamiento muy dispar del sector privado y del sector público. En 2008 los hogares presentaron, por primera vez desde 2003, una ligera capacidad de financiación, debido a la caída de la inversión residencial y a la significativa recuperación de la tasa de ahorro, que no es independiente del fuerte estímulo fiscal aplicado, tal como se describe en el recuadro 5.2. Por su parte, las empresas no financieras redujeron sus necesidades de financiación en el conjunto del año, por la ralentización de la inversión empresarial a medida que avanzaba el ejercicio. A diferencia del sector privado, las necesidades de financiación de las AAPP aumentaron en 2008, con un déficit del 3,8% del PIB, frente al superávit del 2,2% del PIB del año anterior, reflejo del impacto de la crisis económica y de las distintas medidas expansivas aprobadas

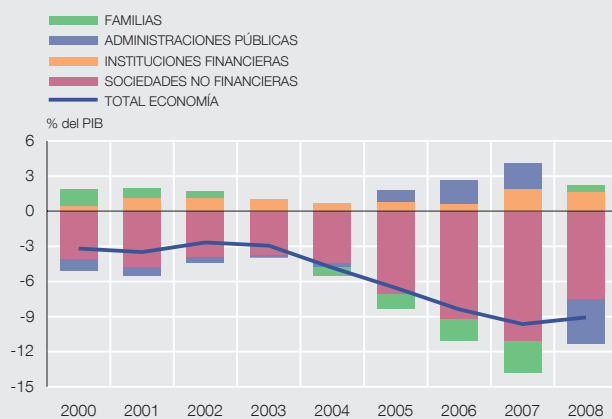
La trayectoria ascendente que las necesidades de financiación de la nación habían venido mostrando en los últimos años se quebró en 2008, hasta situarse en el 9,1% del PIB al finalizar el año (véase gráfico 1). Aunque en el conjunto del ejercicio esa corrección solo representó seis décimas del PIB, en la segunda mitad del año fue más significativa, con un descenso de 2 pp del PIB en el cuarto trimestre de 2008, y todo apunta a que se ha intensificado en los primeros meses de 2009. Esta evolución del conjunto de la economía nacional encubre, además, cambios importantes en los desequilibrios entre el ahorro y la inversión de cada uno de los sectores institucionales. Así, los hogares volvieron a disponer de capacidad de financiación (0,6% del PIB), tras cinco años en los que acumularon necesidades de financiación, y la necesidad de fondos de las sociedades no financieras disminuyó más de 3,5 pp del PIB, situándose en el 7,5%. Al mismo tiempo que se producía esta mejora de los saldos del sector privado, tuvo lugar un fuerte deterioro del desequilibrio entre ahorro e inversión de las AAPP, que pasaron a presentar una necesidad de financiación del 3,8% del PIB, tras haber contado con capacidad de financiación durante el período 2005-2007.

Estos cambios se produjeron en un contexto de descenso de las tasas de ahorro y de inversión de la economía, con una contribución

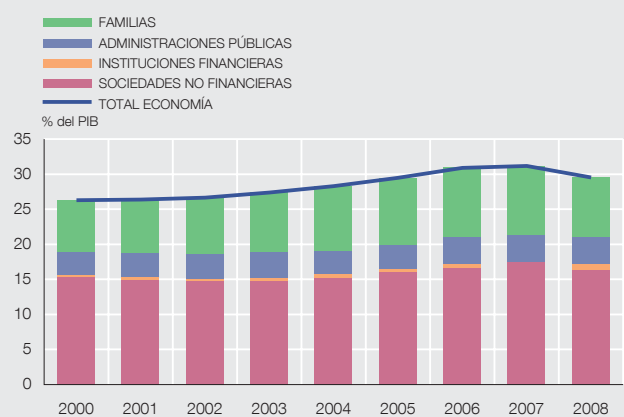
relativamente distinta por parte de cada uno de los sectores. Así, la intensa desaceleración de la inversión empresarial y el ajuste abrupto de la construcción residencial en 2008 dieron lugar a un descenso de la inversión de los hogares y de las sociedades no financieras, que se trasladó a la formación bruta de capital de la economía, cuya participación en el PIB disminuyó por primera vez en la última década (véase gráfico 2). La formación bruta de capital de las AAPP, en cambio, mantuvo su peso en el PIB, con un ratio del 3,9%, relativamente elevada en comparación con la de otros países europeos.

En 2008 se prolongó la tendencia decreciente del ahorro nacional que ha caracterizado su trayectoria en los últimos años (véase gráfico 3). La distribución sectorial presenta, sin embargo, cambios significativos respecto a las pautas de años anteriores. La tasa de ahorro de las familias, que había ido reduciéndose hasta el 10,2% de la renta bruta disponible en 2007, se incrementó hasta el 13% al finalizar 2008. Con ello, el ahorro del sector aumentó 2 pp su participación en el PIB. En el caso de las sociedades no financieras se produjo un proceso similar, registrándose un incremento del ahorro empresarial también de 2 pp del PIB, después de la disminución que tuvo lugar en los tres años anteriores, debida, sobre todo, al aumento de los pagos por intereses. Por el contrario, el ahorro de las AAPP registró un fuerte descenso —más de 5,5 pp

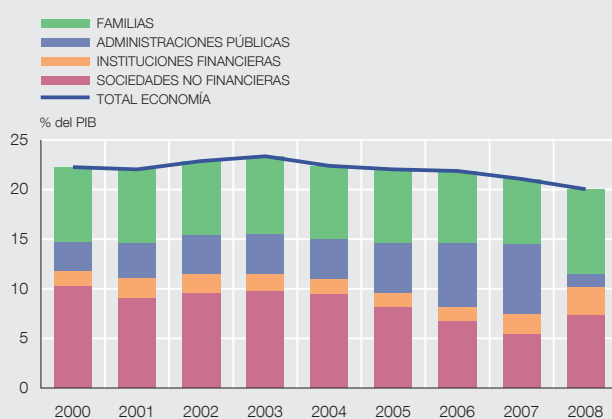
1 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LA NACIÓN



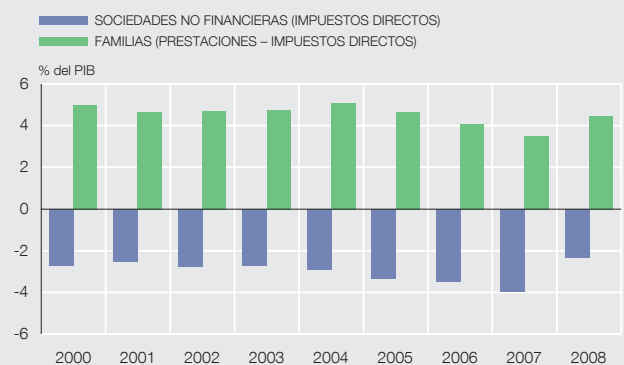
2 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL



3 AHORRO NACIONAL BRUTO



4 EFECTO DE IMPUESTOS DIRECTOS Y PRESTACIONES SOBRE LA RENTA DE FAMILIAS Y EMPRESAS



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

del PIB—, que más que compensó el aumento del ahorro del sector privado.

Estos datos ponen de manifiesto cierta corrección de las necesidades de financiación de las familias y de las empresas en 2008, aunque una parte de ella se obtuvo mediante un trasvase de recursos desde el sector público hacia el sector privado. Entre los posibles canales por los que pudo haber discurrido dicho trasvase —impuestos, transferencias, cotizaciones y prestaciones sociales—, destacan el papel de los estabilizadores automáticos y la adopción de medidas fiscales de carácter expansivo. En este sentido, el aumento de las prestaciones sociales y el menor pago de impuestos directos elevaron la renta disponible de los hogares en 1 pp del PIB en 2008, de acuerdo con las cuentas de los sectores institucionales (véase gráfico 4). En el caso de las empresas no financieras, la reducción de los pagos en el Impuesto sobre Sociedades supuso un incremento de la renta equivalente a un 1,7% del PIB, y se debió tanto a modificaciones normativas decididas con anterioridad al inicio de la crisis financiera —como el segundo tramo de la disminución de la tarifa del im-

puesto— como al menor crecimiento de los beneficios de las empresas. Finalmente, no se observaron cambios relevantes en el efecto de las cotizaciones sociales sobre la renta de los agentes en 2008, ya que se mantuvo estable su peso en el PIB.

En suma, las cuentas de los sectores institucionales muestran que en 2008 se inició un proceso de ajuste en los desequilibrios de familias y empresas, con caídas de la inversión y aumentos del ahorro, cuyo impacto negativo en la actividad fue amortiguado a través del comportamiento de las AAPP, que contribuyeron a sostener la renta disponible del sector privado. Este proceso tuvo como contrapartida una disminución de la necesidad de financiación de la nación, que cabe prever se prolongue a lo largo de 2009 y de 2010. Las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España cifran la caída de la necesidad de financiación hasta 2010 en torno a 5 pp del PIB, como resultado, al igual que sucedió en 2008, del ajuste en el gasto de familias y de empresas no financieras, mientras que el déficit público seguiría aumentando a lo largo del horizonte de proyección.

a lo largo del año. Es previsible que las tendencias descritas para los distintos sectores institucionales se mantengan en el presente ejercicio, con una corrección más sustancial de la necesidad de financiación de la nación, basada en una mejora de la capacidad de financiación de las familias y de las empresas no financieras, que será superior al incremento del déficit público.



## La evolución financiera en España

### 1 Introducción

La evolución financiera estuvo condicionada por la crisis financiera y real internacional

La evolución financiera de la economía española durante 2008 estuvo condicionada en gran medida por el agravamiento de la crisis financiera internacional y por el deterioro macroeconómico en España y en el resto del mundo (véase el capítulo 1 de este Informe). En este marco, y como parte de una actuación concertada con el resto de países europeos, el Gobierno español adoptó una serie de medidas para reforzar el sistema financiero. Así, se elevó el umbral de las garantías de depósito hasta los 100.000 euros, se creó un fondo para la adquisición de activos financieros (FAAF) de elevada calidad instrumentado a través de subastas entre las entidades potencialmente interesadas, se acordó el otorgamiento de avales del Estado a los que pueden acogerse los intermediarios para realizar emisiones de renta fija, y se autorizó la adquisición estatal de títulos para reforzar los recursos propios de las entidades, aunque hasta el momento no se ha utilizado esta última opción. Asimismo, se reforzaron notablemente las líneas de mediación del ICO con el objetivo de facilitar los flujos de financiación a determinados agentes, como las PYME, que han podido ver más restringido el acceso a sus canales regulares.

Las condiciones de financiación del sector privado continuaron endureciéndose...

En este contexto, a lo largo del año se produjo un continuado endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado, que operó a través de dos vías. Por una parte, aumentó el coste de los fondos tanto en el caso de la financiación bancaria, ya que las entidades trasladaron a las operaciones crediticias el aumento de las primas de riesgo incorporadas en las rentabilidades negociadas en los mercados monetarios sin garantías, como en el de la emisión de valores (véase el panel izquierdo del gráfico 6.1). Las condiciones distintas a los tipos de interés también se hicieron más exigentes, apreciándose un descenso de los plazos y un aumento de las garantías requeridas. Por otra parte, los criterios para la concesión de préstamos tendieron a hacerse más estrictos. El empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas y de la solvencia de los prestatarios y, en menor medida, la paralización de los mercados mayoristas y la tendencia internacional hacia un menor apalancamiento explican el endurecimiento de la oferta de crédito.

Durante los últimos meses del año el descenso de los tipos interbancarios se empezó a trasladar al coste del crédito, si bien prosiguió el tensionamiento de la oferta de préstamos, que no comenzó a mostrar indicios de moderación hasta principios de 2009.

... lo que, junto con la menor demanda, intensificó la desaceleración de la deuda de hogares y sociedades

La deuda de los hogares y de las sociedades se desaceleró notablemente, no solo por los factores de oferta antes mencionados, sino también en respuesta a otros elementos que operaron por el lado de la demanda, tales como el deterioro de la confianza y de las expectativas de renta futura, la mayor incertidumbre y el elevado coste, que frenaron las peticiones de fondos. En el caso del crédito a las empresas, que es el principal componente de los recursos ajenos captados por este sector, el descenso en la tasa de crecimiento fue especialmente acusado en las ramas ligadas al sector inmobiliario (construcción y promoción inmobiliaria).

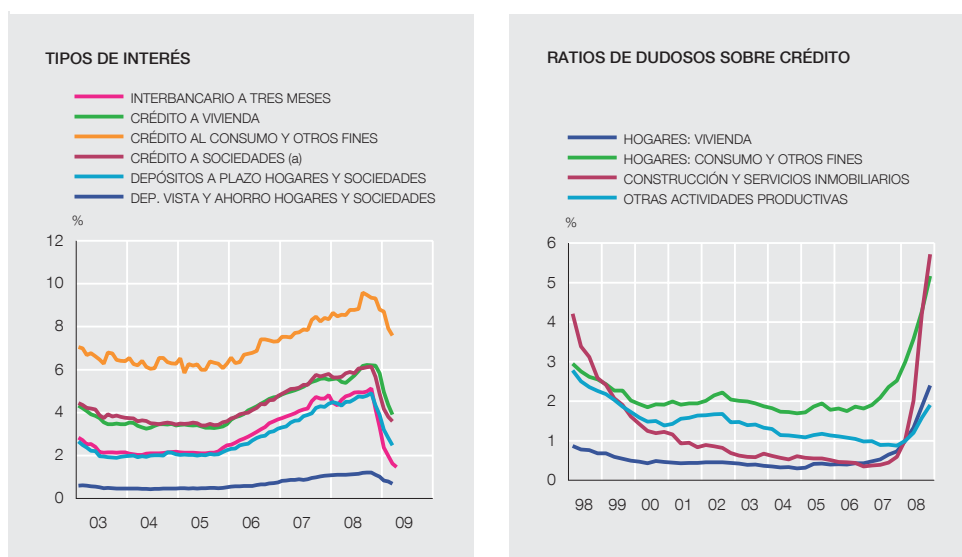
La ratio de deuda del sector privado se redujo, pero la carga financiera continuó aumentando

La desaceleración de la financiación captada por el sector privado contribuyó a que las ratios de deuda sobre rentas de las familias y de las empresas se redujeran ligeramente, tras el fuerte crecimiento registrado durante la fase expansiva (véase capítulo 2). No obstante, la carga financiera asociada continuó aumentando en ambos sectores, debido al incremento del coste medio de los pasivos.

La riqueza de las familias se redujo

A pesar del menor dinamismo de los pasivos, la riqueza neta de las familias se redujo como consecuencia del retroceso en las valoraciones de los activos financieros y, sobre todo, de la





FUENTE: 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.

caída en el precio de los inmuebles, que, de acuerdo con la estadística del Ministerio de Vivienda, se inició a finales de año y ha continuado en el presente.

Las tasas de morosidad del sector privado aumentaron notablemente...

El creciente grado de presión financiera experimentado por algunos segmentos del sector privado se reflejó en notables aumentos de la ratio de morosidad, definida como la proporción de créditos dudosos en el total de la cartera crediticia (véase el panel derecho del gráfico 6.1). En el caso de los préstamos a las ramas de la construcción y servicios inmobiliarios alcanzó el 5,7%, en un contexto de intenso ajuste del sector tras el sobredimensionamiento del mismo en la fase alcista (véase capítulo 2).

... propiciando una caída de los beneficios de las entidades de crédito, lo que ha mermado los márgenes disponibles para absorber deterioros adicionales de activos

Las entidades de crédito españolas padecieron en menor medida que las de otros países desarrollados los efectos negativos asociados al impacto directo de las turbulencias iniciadas en el verano de 2007, ya que no mantenían exposiciones a los productos tóxicos ni compromisos con los vehículos estructurados que invertían en dichos activos. Sin embargo, el fuerte repunte de los ratios de morosidad que ha acompañado al deterioro del escenario macroeconómico se ha traducido en una caída de los beneficios que ha reducido los márgenes disponibles por las entidades para absorber deterioros adicionales de sus activos. Sus ratios de capital se han mantenido en valores confortables, si bien en un entorno en el que sus competidores a nivel internacional están abordando intensos procesos de desapalancamiento, acompañados en algunos casos por inyecciones públicas de capital.

Se redujeron las emisiones de renta fija y los fondos del exterior canalizados a través de las instituciones financieras

Por otra parte, dadas las dificultades para apelar a los mercados internacionales, las entidades redujeron notablemente el volumen de emisiones, de modo que en el conjunto del año fueron negativas en términos netos. En los primeros meses de este ejercicio se ha apreciado, sin embargo, un mayor dinamismo en los mercados primarios, en parte ligado a las operaciones realizadas con el aval del Estado.

En consecuencia, las instituciones financieras (excluyendo el Banco de España y los inversores institucionales) contribuyeron en mucha menor medida que en años anteriores

a canalizar las necesidades de financiación exterior de nuestra economía. Este descenso no fue totalmente compensado por las entradas netas de capital a través de los inversores institucionales y las empresas no financieras y por el aumento la captación de recursos foráneos por parte de las AAPP, de modo que, como sucedió en el ejercicio anterior, una parte de los fondos necesarios para financiar el déficit por cuenta corriente se cubrió mediante una disminución del saldo acreedor del Banco de España frente al resto del mundo, como reflejo de las dificultades de financiación en el extranjero del resto de agentes.

El deterioro macroeconómico está elevando la presión financiera experimentada por los distintos sectores de la economía, y previsiblemente lo seguirá haciendo

El deterioro macroeconómico, junto con el ascenso del coste de la deuda, se ha traducido en un aumento de la presión financiera sobre el sector privado (especialmente, las empresas y familias más endeudadas). Esta evolución ha venido acompañada, además, por un retroceso de la riqueza de los agentes. Las perspectivas de predominio de las tendencias contractivas a corto plazo seguirán contribuyendo previsiblemente a debilitar la posición patrimonial de los hogares y las sociedades durante los próximos trimestres. No obstante, el descenso reciente de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios tenderá a trasladarse a una buena parte de los préstamos vivos, dada la preponderancia en nuestro país de las operaciones a tipo variable, aliviando de este modo la carga financiera soportada por los agentes privados y contrarrestando así, al menos en parte, el efecto negativo derivado del entorno recesivo.

Por otra parte, la persistencia de tensiones en los mercados financieros internacionales podría continuar dificultando la captación de fondos por parte de la economía española en el exterior, si bien el retroceso de las necesidades de financiación del sector privado, que ya se ha iniciado y que se prevé que continúe, mitiga en cierto modo estos riesgos, como lo hace también la puesta en marcha de las medidas de apoyo al sistema financiero adoptadas en el último trimestre del ejercicio. En cualquier caso, el elevado endeudamiento del sector privado y las débiles perspectivas macroeconómicas seguirán actuando como un freno para el dinamismo del crédito.

Los intermediarios financieros españoles han padecido hasta ahora en menor medida que en otros sistemas financieros los efectos de la crisis financiera, pero no son inmunes al notable deterioro macroeconómico, de modo que su posición financiera se verá sometida a mayores presiones durante los próximos trimestres, a la vez que se van reduciendo los márgenes con los que contaban para afrontar estas perturbaciones. En este contexto, resulta esencial preservar la solidez del sistema financiero, de modo que no se convierta en un freno para la recuperación en España una vez que desaparezcan los obstáculos que se derivan de la crisis financiera internacional.

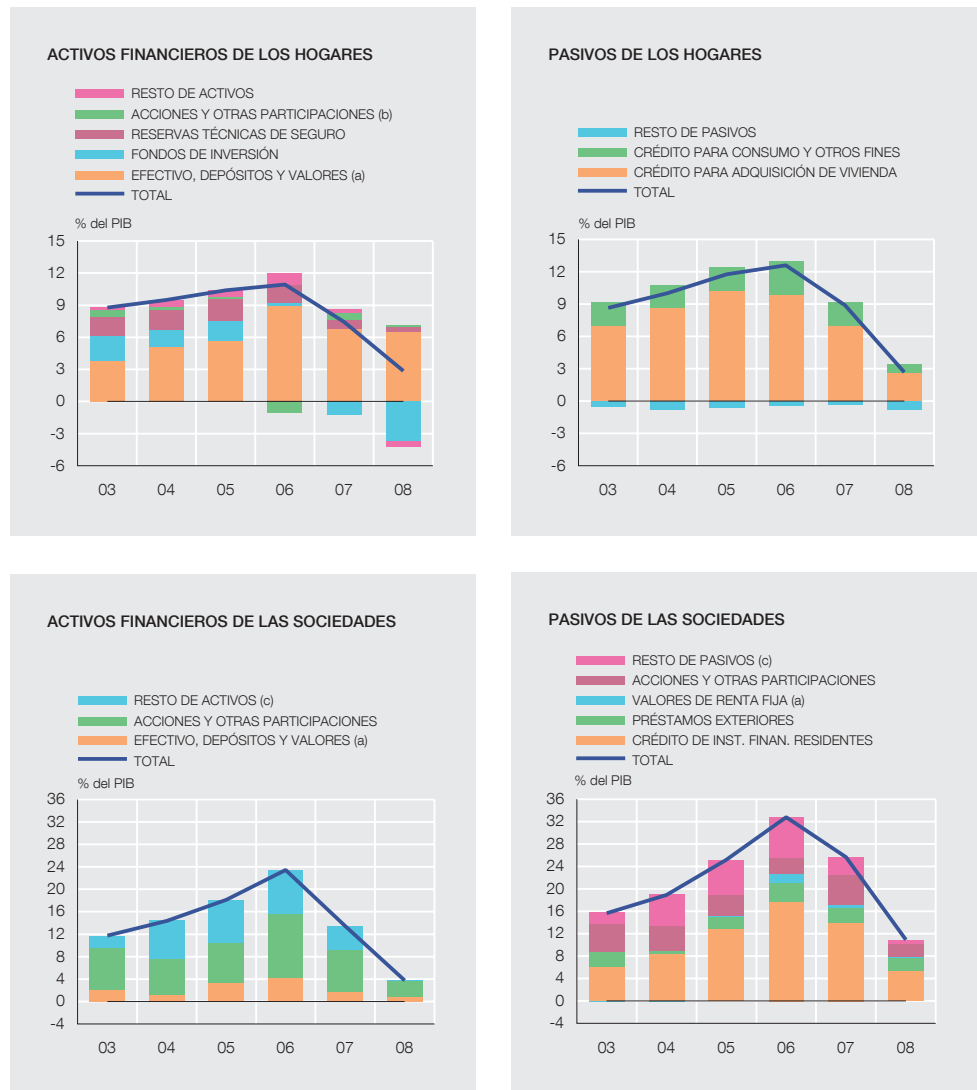
## **2 Los flujos financieros de la economía española**

### **2.1 LOS HOGARES**

Las necesidades de financiación de los hogares se redujeron, apreciándose una intensa desaceleración del crédito...

El saldo de las operaciones financieras netas de los hogares fue ligeramente positivo, lo que contrasta con las necesidades de financiación equivalentes al 1,6% del PIB registradas en 2007. Esta evolución fue el resultado del acusado descenso tanto en los flujos de activo como especialmente en los de pasivo, que se situaron en el 2,9% y en el 2,7% del PIB, respectivamente (véase gráfico 6.2).

Por el lado de los pasivos, se produjo una intensa desaceleración de la financiación captada por las familias, cuya tasa de variación interanual se situó al cierre de 2008 en el 4% (frente al 12% en el ejercicio precedente). Esta evolución fue similar en el crédito para adquisición de vivienda y en el destinado a consumo y otros fines, que crecieron en el conjunto del año un 5% y

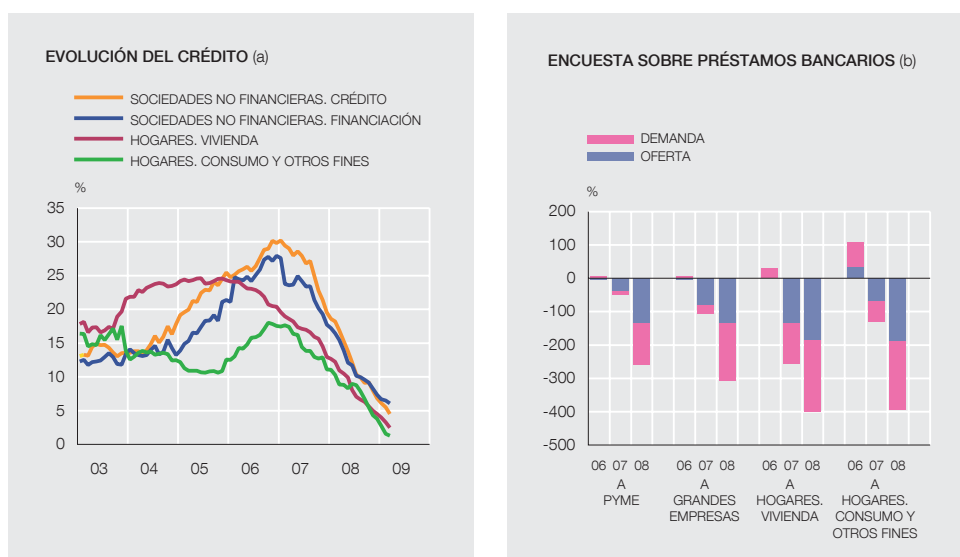


FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.
- b. Excluye fondos de inversión.
- c. Está compuesto, en gran parte, por créditos comerciales.

un 4%, respectivamente, en torno a 8 y 7 pp por debajo de los registros de 2007 (véase el panel izquierdo del gráfico 6.3).

De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), la ralentización del crédito respondió tanto a un retroceso de la demanda —propiciado por la caída de la confianza de los consumidores, el descenso en su riqueza y las peores expectativas sobre la evolución del precio de los inmuebles— como de la oferta (véase el panel derecho del gráfico 6.3). Según lo señalado por las instituciones españolas encuestadas, el deterioro de las perspectivas relativas a la situación económica en general (y al mercado de la vivienda en particular) y el empeoramiento de la solvencia de los consumidores fueron los principales factores explicativos del endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevos préstamos a los hogares durante el año pasado. Los problemas de acceso a la financiación mayorista y su elevado coste habrían contribuido también, aunque en menor medida, a reducir la oferta de fondos. Esta contrac-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Tasas interanuales.

b. Variaciones acumuladas del indicador de difusión (con signo cambiado en el caso de la oferta), de modo que un signo negativo significa un descenso en la variable correspondiente.

ción fue similar en la financiación para adquisición de vivienda y en la destinada a consumo y otros fines.

... y, en menor medida, una disminución de sus inversiones financieras

En el caso de los activos, se mantuvieron las tendencias observadas en el ejercicio precedente. Así, en un contexto de mayor incertidumbre y favorecidos por unas rentabilidades muy atractivas, los depósitos a plazo concentraron gran parte de la inversión del sector, alcanzando un importe equivalente a casi el 8% del PIB, en detrimento de las tenencias de depósitos a la vista y de fondos de inversión, que registraron flujos negativos (véase gráfico 6.2).

## 2.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

Se redujeron las necesidades de financiación de las sociedades...

Las necesidades de financiación de las sociedades no financieras en relación con el PIB experimentaron un descenso de 5 pp con respecto a 2007, como consecuencia de la importante desaceleración de la inversión en capital fijo. No obstante, las operaciones financieras netas del sector continuaron presentando un saldo deudor del 7% del PIB. La brecha de financiación, que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto del sector y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, se redujo en mayor medida (8 pp), hasta situarse en torno al 10% del PIB, en línea con el menor dinamismo de la inversión directa en el resto del mundo.

... y tanto la deuda como la inversión en activos se desaceleraron

Los flujos de pasivo de las sociedades experimentaron una importante reducción, hasta suponer el 11% del PIB (frente al 26% alcanzado en 2007). El descenso fue bastante generalizado por instrumentos. Concretamente, la tasa de avance interanual de la financiación del sector disminuyó significativamente, para situarse en torno al 7% en diciembre de 2008 (frente al 18% observado a finales del ejercicio anterior). El crédito bancario, que es su principal componente, exhibió una desaceleración algo más pronunciada, siendo su ritmo de expansión algo menos del 7% al cierre del pasado año, frente al 20% registrado en el ejercicio precedente (véase el panel izquierdo del gráfico 6.3). Esta moderación se apreció en todos los sectores productivos, pero fue mucho más acusada en las ramas de construcción y promoción inmobiliaria, siendo sus ritmos de crecimiento interanual del -1% y del 4,8%, respectivamente, lo que supone retrocesos en el entorno de 20 pp y 15 pp en relación con las cifras de 2007.

Al igual que en el caso de los hogares, las respuestas a la EPB indican que la desaceleración del crédito obedeció a una contracción tanto de la demanda como de la oferta (véase el panel derecho del gráfico 6.3). El descenso de las solicitudes de fondos se explica por la desaceleración de la inversión en capital fijo y por la escasez de operaciones societarias (fusiones, adquisiciones y reestructuraciones corporativas), mientras que el endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevos préstamos estuvo inducido por el empeoramiento de las expectativas de las entidades respecto al escenario macroeconómico y a las circunstancias particulares de los distintos sectores y empresas, así como por los riesgos asociados a las garantías requeridas; y, en menor medida, por los problemas de acceso a la financiación en los mercados y por los costes relacionados con el nivel de capital.

Distinguiendo por el tamaño de las empresas, se ha observado en los últimos meses de 2008 un menor dinamismo del crédito a las pequeñas y medianas empresas, que parece reflejar un comportamiento más contractivo de la oferta en los préstamos a las PYME (véase recuadro 6.1).

Por su parte, la inversión financiera de las sociedades también registró una importante contracción. En términos acumulados de cuatro trimestres, representó el 3,7% del PIB, frente al 13,5% observado en 2007 (véase gráfico 6.2). Este descenso fue generalizado por instrumentos, pero especialmente acusado en el caso de la adquisición de acciones y participaciones, en un entorno poco propicio para las compras de estos instrumentos debido a la elevada incertidumbre, a las dificultades de financiación y a las ventas realizadas por las empresas con mayor presión en sus balances.

### 2.3 LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Deterioro muy significativo del saldo presupuestario de las AAPP

Las AAPP tuvieron en 2008, por primera vez desde 2005, necesidades netas de financiación, equivalentes al 3,8% del PIB (véase gráfico 6.4). En el año anterior presentaron un superávit del 2,2% del PIB, lo que implica un deterioro de alrededor de 6 pp. Este resultado fue consecuencia del cambio en la posición neta de la Administración Central (que pasó a tener un saldo negativo del 2,7% en 2008), del aumento del déficit de las Administraciones Territoriales y de la ligera reducción en la capacidad de financiación de la Seguridad Social. El detalle por instrumentos muestra que los fondos necesarios se cubrieron mediante un incremento de las emisiones de valores (tanto a corto como, en especial, a medio y a largo plazo) y un descenso en el saldo de depósitos netos de crédito. Este deterioro sustancial del saldo presupuestario de las AAPP ha sido el resultado del impacto de los estabilizadores automáticos en un entorno recesivo, de la pérdida recaudatoria como consecuencia del ajuste inmobiliario y de las medidas discrecionales adoptadas para estimular la economía.

### 2.4 LA INVERSIÓN Y LA FINANCIACIÓN EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Las necesidades de financiación de la economía española fueron ligeramente inferiores a las de 2007

El deterioro del ahorro financiero de las AAPP contrarrestó, en gran medida, la reducción observada en los fondos requeridos por los hogares y las sociedades, de modo que las necesidades de financiación de la economía española disminuyeron solo ligeramente en relación con 2007, situándose el saldo deudor de sus operaciones financieras netas en el 9,1% del PIB (véanse cuadro 6.1 y gráfico 6.5).

El sector financiero no canalizó ahorro exterior suficiente para satisfacer las necesidades de financiación de la economía...

Las entradas de capital a través de las instituciones financieras (excluyendo los inversores institucionales y el Banco de España) se redujeron sustancialmente. De hecho, mientras que las entidades de crédito obtuvieron recursos equivalentes al 3,3% del PIB (más de 1 pp por encima del registro de 2007), el resto de instituciones financieras (excluyendo los inversores institucionales y el Banco de España), que desde 2004 había sido el sector que más fondos obtuvo en el resto del mundo, canalizó una salida neta de capitales por valor del 1,8% del PIB (el año anterior cap-

Como se comenta en el cuerpo principal del Informe, el crédito a sociedades no financieras, que mantuvo un dinamismo todavía elevado en 2007, se desaceleró mucho más claramente a lo largo del año pasado, como consecuencia de descensos tanto en la oferta como en la demanda de fondos. Esta evolución fue compatible con la existencia de cierta heterogeneidad entre empresas. Así, el avance del destinado a las compañías constructoras y promotoras se redujo en mayor medida, lo que sin duda refleja la intensidad de la corrección en la actividad y en las perspectivas de estos sectores. Este recuadro analiza hasta qué punto existen también divergencias ligadas al tamaño de las empresas. Este aspecto es relevante en la medida en que la dependencia del crédito bancario en las pequeñas compañías suele ser mayor que en las grandes, debido a que las primeras —por lo general— no pueden acudir a los mercados financieros como fuente alternativa de fondos. Sin embargo, en la información disponible sobre los préstamos concedidos por las entidades de crédito españolas no existe una separación por tamaño del prestatario. Por este motivo, para este estudio se hace uso de otras estadísticas disponibles, que permiten aproximar esta cuestión.

Así, en primer lugar, la información contenida en la Central de Información de Riesgos (CIR) puede utilizarse para clasificar los créditos concedidos en función del volumen total de préstamos vivos de la empresa, variable que se puede tomar como una aproximación al tamaño de la compañía. Con este fin, en los gráficos 1 y 2 se presentan las tasas de crecimiento del crédito bancario a las sociedades, distinguiendo según su nivel de deuda bancaria y para dos agrupaciones sectoriales (construcción y promoción inmobiliaria, por un lado, y resto de actividades, por otro)<sup>1</sup>. Se observa cómo, en 2008, se produjo una fuerte desaceleración que fue bastante generalizada, aunque más intensa en las actividades más vinculadas al mercado inmobiliario y, dentro del resto de sectores, en las operaciones con empresas con un menor volumen de recursos ajenos. En el primer caso, y con la excepción de las compañías con niveles de deuda inferiores a un millón de euros, el incremento registrado por la financiación durante el año pasado fue prácticamente nulo en todos los grupos considerados. Sin embargo, en el resto de ramas se detectan diferencias según el saldo de los préstamos, observándose en general crecimientos todavía elevados en las categorías superiores y muy reducidos en las inferiores, con la excepción nuevamente de la primera categoría recogida en el gráfico.

Otra fuente de información útil para analizar el comportamiento diferencial del crédito según el tamaño de las compañías es la proporcionada por las operaciones nuevas de préstamo, que incluyen un desglose según que el volumen de las transacciones sea inferior o superior a un millón de euros. Como se observa en el gráfico 3, entre 2007 y mediados de 2008 la desaceleración del crédito a las empresas habría venido explicada fundamentalmente por los préstamos de importe elevado (concedidos en mayor medida a las grandes empresas), que empezaron a disminuir a finales de 2007, mientras que el valor de las operaciones de menor cuantía (asociadas esencialmente al crédito a PYME) permanecía estable o se reducía solo ligeramente.

1. Las tasas de variación se calculan controlando por los cambios de categoría derivados del crecimiento de la deuda.

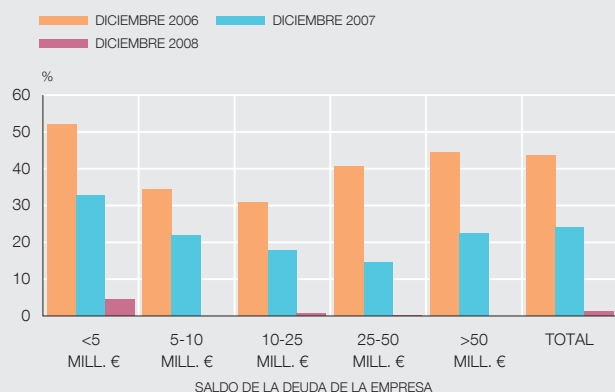
Durante la segunda mitad del año pasado este comportamiento se revertió, volviendo a registrarse crecimientos positivos en los préstamos por importes elevados y notables caídas en el resto, que tendieron a acentuarse en los primeros meses de 2009.

Las divergencias señaladas pueden deberse a diferencias en la oferta o en la demanda de fondos por tipo de empresa. En este sentido, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, aunque ofrece solamente información cualitativa, puede ayudar a distinguir entre estos dos elementos. Con este fin, en los gráficos 4 y 5 se presentan dos indicadores que miden, respectivamente, las variaciones en la oferta y en la demanda de fondos, tanto para las pequeñas y medianas empresas como para las grandes. Como puede apreciarse, en el segundo semestre de 2007 (al inicio de las turbulencias financieras) las entidades encuestadas indicaron un mayor endurecimiento de los criterios de concesión a las compañías de mayor tamaño durante dicho período. Sin embargo, posteriormente no se observan diferencias significativas entre uno y otro grupo. En el caso del indicador de demanda, su evolución comparada muestra un comportamiento menos contractivo de las peticiones de fondos de las PYME desde mediados de 2007, pero especialmente en el último año, con lo que este factor no parece poder explicar el diferente comportamiento del crédito observado recientemente.

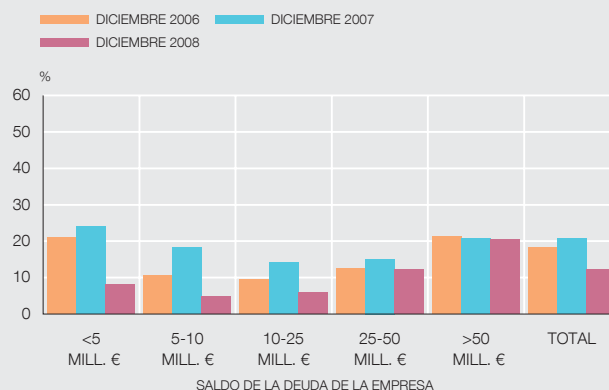
Finalmente, los resultados de una encuesta encargada por el Banco de España y realizada entre el 18 de marzo y el 3 de abril de 2009 a 1.385 empresas españolas de distintos tamaños muestran que, en los seis meses precedentes, el porcentaje de solicitantes de financiación que no consiguieron obtener los fondos deseados disminuye con el tamaño del peticionario (véase gráfico 6), indicando una mayor dificultad para la obtención de recursos ajenos por parte de las PYME. No obstante, esto es probablemente una característica estructural —derivada del mayor riesgo que supone la financiación a empresas con un volumen de activo pequeño—, por lo que la ausencia de un punto de comparación en otro momento temporal limita el alcance de las posibles conclusiones. En todo caso, de la respuesta a la pregunta sobre los factores que explican que las compañías no hayan obtenido toda la financiación solicitada se deduce que una proporción elevada de estas (en torno al 60%) ha detectado un cambio de actitud en la política crediticia de las entidades.

En resumen, con la información disponible —y manteniendo las cautelas necesarias derivadas de su carácter imperfecto—, cabría concluir que la desaceleración del crédito a las sociedades observada desde mediados de 2007 habría venido explicada, en un primer momento, fundamentalmente por la evolución del destinado a las grandes sociedades. Esto se explicaría por el menor dinamismo relativo tanto de la demanda de fondos como de la oferta. Sin embargo, conforme el deterioro de la situación económica general fue haciéndose más manifiesto, las entidades de crédito parecen haber empezado a reducir más acusadamente los nuevos préstamos a las PYME. En la medida en que, según la EPB, esto no parece que pueda explicarse por el comportamiento de la demanda, es posible que refleje, al menos en parte, un cierto mayor grado de exigencia en la aprobación de nuevas operaciones de financiación a las empresas de menor tamaño.

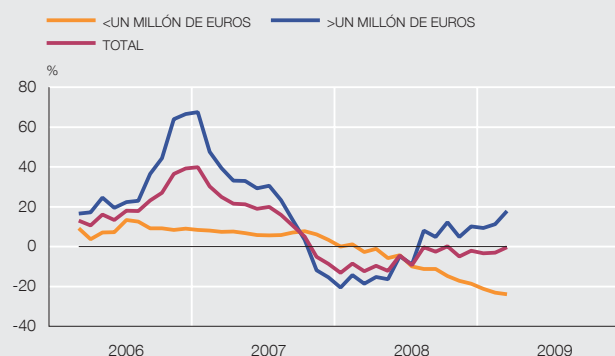
**1 CRÉDITO A LA CONSTRUCCIÓN Y PROMOCIÓN INMOBILIARIA (a)**



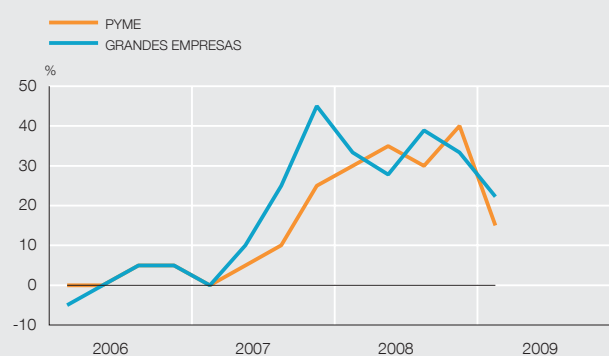
**2 CRÉDITO AL RESTO DE SECTORES (a)**



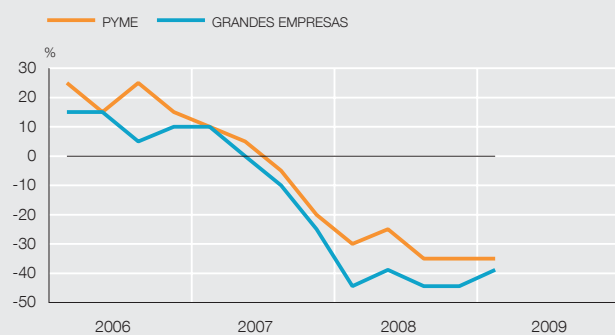
**3 VOLUMEN DE OPERACIONES NUEVAS**  
Crédito a sociedades no financieras (SNF) (b)



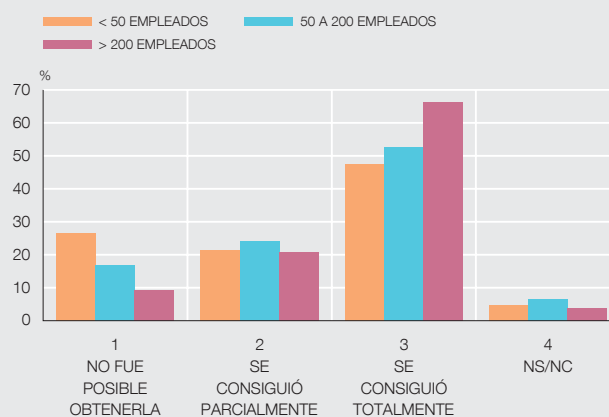
**4 EPB: ENDURECIMIENTO DE LA OFERTA**  
Indicador de difusión (c)



**5 EPB: VARIACIÓN DE LA DEMANDA**  
Indicador de difusión (d)



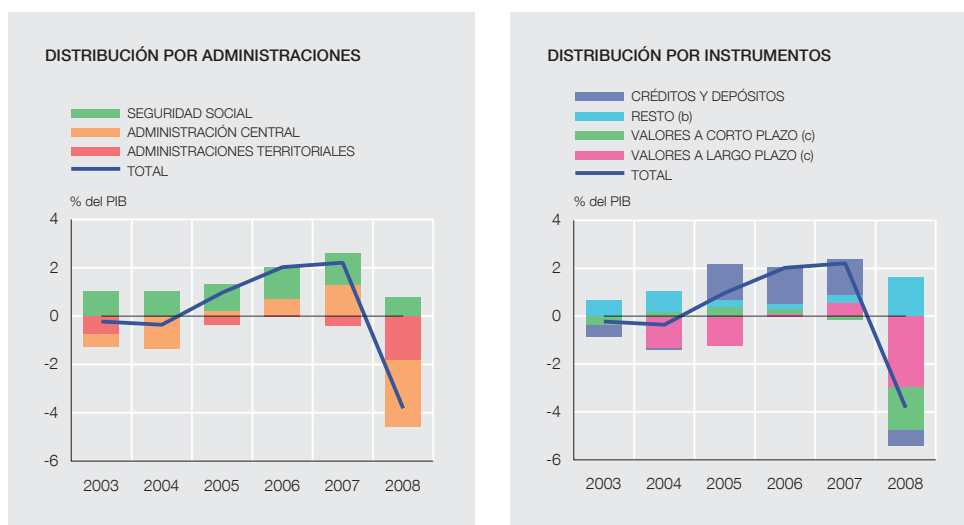
**6 RESULTADO DE LAS SOLICITUDES DE FINANCIACIÓN EN LOS ÚLTIMOS SEIS MESES (e)**



FUENTE: Banco de España.

- a. Tasa interanual. Crédito dispuesto.
- b. Tasas interanuales. Media móvil de tres meses.
- c. Porcentaje de entidades que endurecen sus criterios de aprobación de nuevos créditos a sociedades no financieras menos porcentaje de las que relajan dichos criterios, ponderado por la intensidad del cambio registrado en cada caso.
- d. Porcentaje de entidades que registran incrementos en la demanda de préstamos de las sociedades no financieras menos porcentaje de las que registran descensos en la misma, ponderado por la intensidad del cambio registrado en cada caso.
- e. Basado en los resultados de una encuesta a empresas encargada por el Banco de España y realizada entre los días 18 de marzo y 3 de abril.





FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.  
 b. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.  
 c. Solo recoge operaciones de pasivo.

taron un 5,8% del PIB). Los inversores institucionales deshicieron posiciones activas frente al resto del mundo, aportando un volumen de capital equivalente al 2,3% del PIB en términos netos. Por su parte, las sociedades y las AAPP canalizaron recursos foráneos por un importe equivalente al 0,5% y al 1,4% del PIB, respectivamente. Como consecuencia de estos desarrollos, una parte de los recursos necesarios para financiar el déficit de la cuenta corriente se cubrió, como ya ocurriera en el ejercicio precedente, mediante la disminución de la posición acreedora del Banco de España, que se redujo en un 2,7% del PIB (véase gráfico 6.5).

... ya que se redujo la entrada neta de fondos mediante emisiones de renta fija

Las entradas de capital alcanzaron un volumen equivalente al 12% del PIB, 11 pp inferior al de 2007, mostrando notables cambios en su composición. Así, en un entorno de importantes dificultades para la emisión de títulos de renta fija, la entrada neta de fondos canalizados mediante valores distintos de acciones emitidos por las instituciones financieras nacionales fue negativa por un importe cercano al 4% del PIB, frente a una captación neta de más del 9% del PIB en el año anterior (véase cuadro 6.1). En este contexto, las entidades de crédito obtuvieron financiación del exterior fundamentalmente a través del mercado interbancario (incluyendo las operaciones con garantías), de modo que los recursos logrados por esta vía en términos netos supusieron un 6,7% del PIB, frente al 2,5% en el ejercicio anterior. Los flujos obtenidos mediante la adquisición por no residentes de acciones y participaciones también se redujo ligeramente, hasta aportar cerca de un 4% del PIB, en consonancia con el ligero descenso de la inversión directa extranjera en España, que se situó también en torno al 4% del PIB.

Por su parte, las salidas de capital también se redujeron —en 10 pp—, hasta representar el 3% del PIB. Al igual que en el ejercicio anterior, cabe destacar que los inversores institucionales deshicieron posiciones, en términos netos, en el resto del mundo en títulos de renta tanto fija como variable. Por instrumentos, la contracción fue generalizada, pero especialmente significativa en el caso de las acciones y participaciones (su adquisición disminuyó en 7 pp, hasta situarse en el 1,9% del PIB). En línea con este desarrollo, la inversión directa de España en el exterior retrocedió hasta el 4,8% del PIB, mientras que en 2007 había supuesto un 9,6%.

% del PIB	2005	2006	2007	2008
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-6,5	-8,4	-9,7	-9,1
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,5	17,7	13,9	3,2
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	2,2	5,2	2,1	-0,3
Del cual:				
<i>Interbancario (a)</i>	3,1	3,4	4,2	-0,5
Valores distintos de acciones	8,7	-1,2	1,6	1,3
De los cuales:				
<i>Entidades de crédito</i>	6,6	-2,1	1,8	1,5
<i>Inversores institucionales</i>	2,3	0,6	-0,1	-0,4
Acciones y otras participaciones	5,1	10,5	8,6	1,9
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	3,9	8,0	6,3	3,1
<i>Inversores institucionales</i>	0,9	1,2	-1,0	-1,5
Préstamos	1,1	2,1	1,2	0,8
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	25,0	26,1	23,6	12,2
Depósitos	5,6	0,3	7,3	8,9
De los cuales:				
<i>Interbancario (a)</i>	7,2	0,6	6,7	6,2
Valores distintos de acciones	15,8	21,4	8,1	-2,2
De los cuales:				
<i>Administraciones Públicas</i>	0,2	1,0	-1,3	1,4
<i>Entidades de crédito</i>	6,3	8,0	3,6	-1,9
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	9,3	12,4	5,8	-1,7
Acciones y otras participaciones	0,9	0,2	4,5	3,4
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	1,0	-0,2	4,7	2,5
Préstamos	2,3	3,5	3,1	2,1
Otros neto (b)	-0,9	-0,5	0,1	0,5
PRO MEMORIA:				
Inversión directa de España en el exterior	3,7	8,5	9,6	4,8
Inversión directa del exterior en España	2,2	2,5	4,8	4,1

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.

Sin embargo, el saldo deudor de la Posición de Inversión Internacional apenas varió

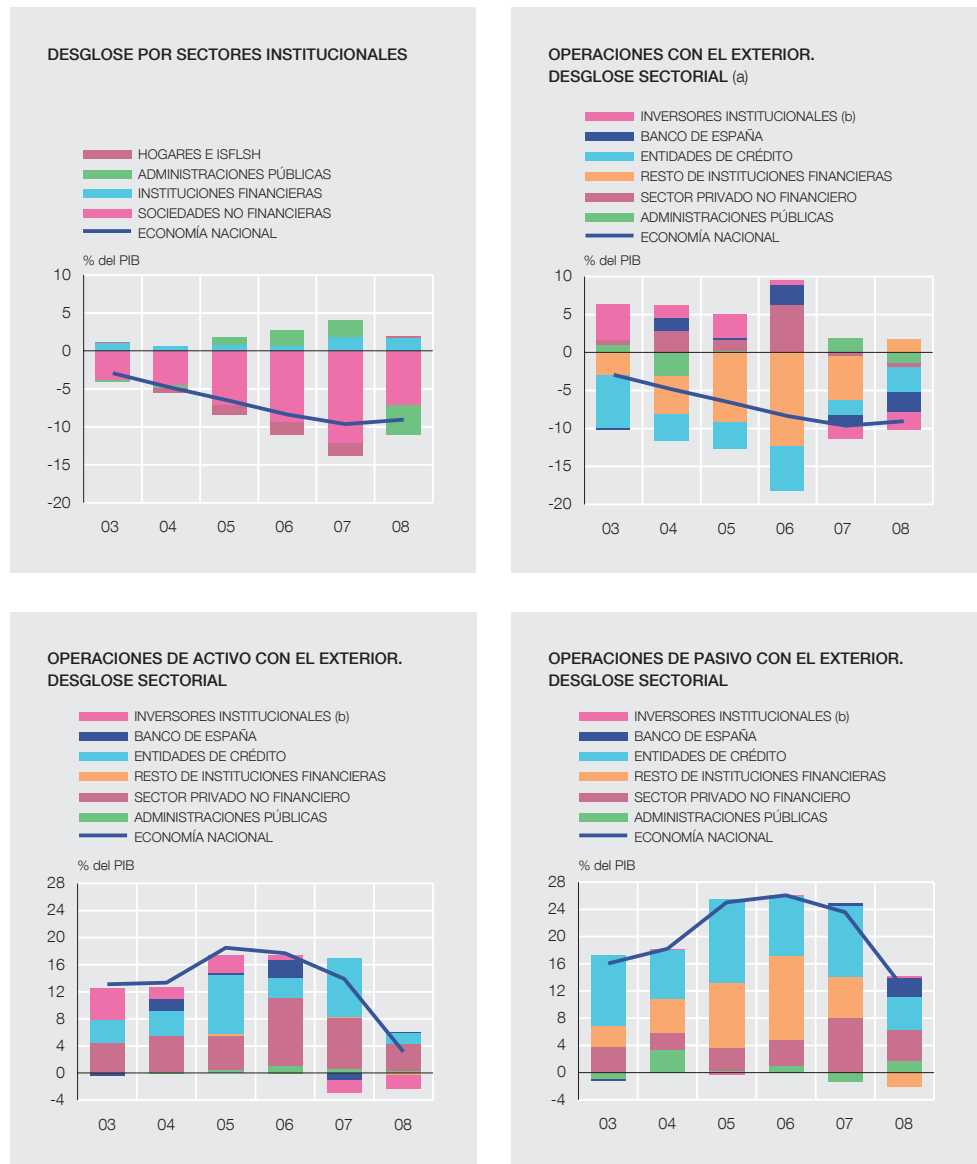
A pesar de que las entradas netas de capital fueron positivas, el valor de la posición neta deudora de la economía española frente al resto del mundo no mostró variaciones significativas, manteniéndose en torno al 80% del PIB, gracias al efecto positivo que sobre esta ejercieron los cambios observados en el precio de los instrumentos financieros, que solo se vio parcialmente contrarrestado por el impacto negativo asociado a las variaciones en el tipo de cambio.

### 3 Los mercados financieros españoles

#### 3.1 LOS MERCADOS PRIMARIOS

La emisión neta de valores negociables descendió

En los mercados primarios de valores negociables, la emisión neta realizada por los sectores residentes alcanzó los 148 mm de euros, lo que supone un descenso interanual del 45% (véase cuadro 6.2) y constituye el primer retroceso de esta variable desde 2001. Entre los motivos que explican esta fuerte caída, hay que señalar el contexto poco favorable de los mercados, dados el aumento de la incertidumbre y la elevación de los costes de emisión propiciada por el ascenso de las primas de riesgo, junto con las menores necesidades de financiación del sector privado, derivadas de los recortes en los planes de gasto.



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.  
b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

La emisión neta de instrumentos de renta fija descendió en un 40% en relación con 2007, alcanzando los 133 mm de euros. Esta caída fue superior a la registrada en la UEM, de modo que las colocaciones netas realizadas en España representaron el 12% del volumen emitido en el conjunto del área, frente al 22% del año precedente.

Como se aprecia en el cuadro 6.2, las emisiones realizadas por las instituciones financieras disminuyeron en el conjunto del ejercicio más de un 64%, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas, que se reflejó, entre otros factores, en el considerable aumento de las primas de riesgo crediticias. En particular, las colocaciones realizadas directamente por las entidades de crédito registraron, por primera vez desde el año 2000, una amortización neta de 27 mm, mientras que, por el contrario, las corres-

mm de euros	2005	2006	2007	2008
EMISIONES NETAS DE RESIDENTES	184,4	231,6	268,3	148,2
RENTA FIJA	180,2	223,9	222,4	133,3
Instituciones financieras monetarias	78,0	97,2	78,2	-27,3
Otros intermediarios financieros	95,6	128,5	146,5	107,2
De los cuales:				
<i>Fondos de titulización</i>	53,6	69,7	106,9	93,7
<i>Filiales de instituciones financieras monetarias</i>	27,4	39,4	42,6	24,3
<i>Filiales de sociedades no financieras</i>	-2,5	10,9	5,7	1,6
Sociedades no financieras	-0,1	1,0	2,0	1,9
Administración Central	3,9	-4,8	-4,7	50,2
Administraciones Territoriales	2,8	2,1	0,4	1,4
RENTA VARIABLE	4,2	7,8	46,0	14,9
Instituciones financieras monetarias	1,3	3,0	12,0	10,1
Otros intermediarios financieros	0,0	0,1	3,5	1,4
Sociedades no financieras	3,0	4,6	30,5	3,4
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	0,2	2,5	2,1	0,0
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	-20,6	-8,5	9,5	12,9
<i>Instituciones financieras</i>	-15,5	-2,6	8,2	14,3
<i>Sociedades no financieras</i>	-5,2	-6,0	1,3	-1,4

FUENTE: Banco de España.

pondientes a otros intermediarios financieros continuaron manteniendo un elevado protagonismo (107 mm), aunque inferior al de años precedentes. Por instrumentos, los bonos de titulización, como viene siendo habitual en los últimos cuatro años, representaron más del 85% de la oferta, mientras que descendió el peso de los bonos simples y participaciones preferentes. No obstante, conviene subrayar que el grueso de las titulaciones fue adquirido por los propios originadores, con el objeto de disponer de activos de garantía con los que poder obtener financiación en el Eurosistema. Cabe destacar, por segundo año consecutivo, el avance de las operaciones llevadas a cabo por las filiales en el extranjero de las instituciones financieras (14 mm).

La emisión neta de valores de renta fija de las sociedades no financieras, realizadas directamente o a través de filiales, superó ligeramente los 2 mm de euros en 2008, frente a los 9 mm del año anterior. Este desarrollo refleja primordialmente el descenso de la oferta de títulos a través de filiales, tanto residentes como no residentes.

A diferencia de lo ocurrido en los últimos años, la oferta neta de valores puestos en circulación por las AAPP experimentó un importante aumento, en línea con el ascenso de las necesidades de financiación del sector, totalizando 52 mm de euros, lo que supone más de un tercio del total de colocaciones netas de renta fija del año 2008. Esta evolución se puede atribuir, casi en su totalidad, al Estado, ya que la captación de fondos de las Administraciones Territoriales apenas superó los mil millones de euros. Por instrumentos, hay que destacar el importante volumen de emisión tanto de bonos y obligaciones del estado (32 mm) como de letras del Tesoro (19 mm) y la introducción de dos novedades en la política del Tesoro: las emisiones en divisas, que no se utilizaban desde 2005, y las subastas de letras a seis meses.

mm de euros	2005	2006	2007	2008
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	22.220	22.615	22.664	19.944
Contado	2.338	2.903	3.177	2.202
Repo y simultáneas	19.572	19.385	19.193	17.477
Plazo	310	327	294	265
Mercado AIAF de renta fija	872	900	1.108	2.401
Pagarés	404	482	555	577
Cédulas y bonos de titulización	375	329	460	1.740
Resto	93	90	93	83
Mercado bursátil de renta fija	93	93	90	80
Mercado bursátil de renta variable	854	1.156	1.670	1.245
Mercados MEFF de derivados	584	934	1.451	1.073
IBEX 35	544	883	1.384	989
Opciones sobre acciones	17	23	27	23
Futuros sobre acciones	23	28	41	61

FUENTES: Bolsas y Mercados Españoles, Federación Europea de Bolsas y Banco de España.

a. Solo incluye operaciones con valores del Estado.

Por su parte, las emisiones de renta variable se acercaron a los 15 mm, lo que supone un considerable descenso (68%) respecto a las registradas el año anterior. Por sectores, al contrario de lo ocurrido el año pasado, destaca el avance de las ampliaciones de capital realizadas por las instituciones financieras, que alcanzaron, en términos netos, los 11 mm de euros, una cifra algo inferior a la de 2007, mientras que las de las sociedades no financieras experimentaron un considerable retroceso (89%), aunque hay que tener en cuenta que el dato de 2007 estuvo influido por unas pocas operaciones puntuales de gran volumen. En línea con este comportamiento contractivo, no se registró ninguna operación de ofertas públicas de venta y suscripción a lo largo de 2008. Como novedad, cabe mencionar la emisión de cuotas participativas por parte de una caja de ahorros, primera operación de este tipo que se realiza.

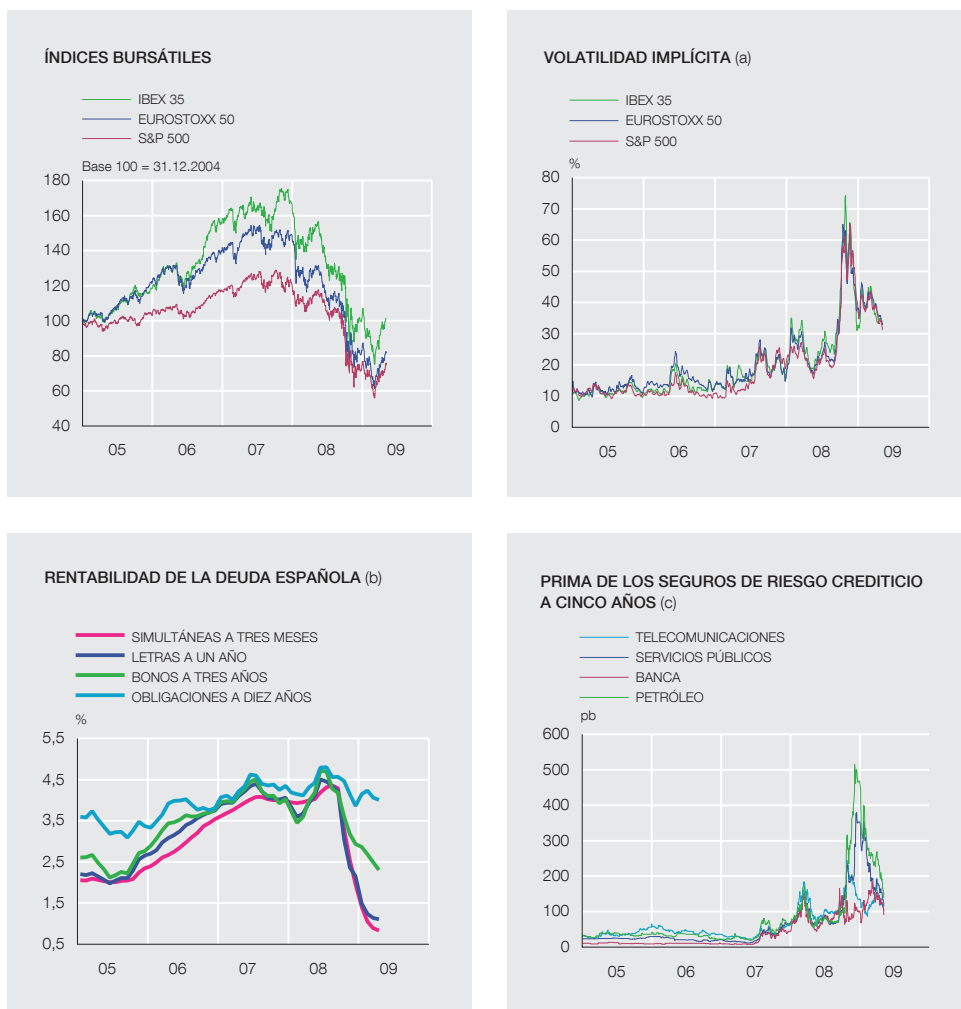
### 3.2 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

La actividad en los mercados secundarios, en términos nominales, mostró una gran variabilidad por segmentos

La actividad en los mercados secundarios mostró una evolución muy dispar en los distintos segmentos (véase cuadro 6.3). Así, la contratación de acciones en las bolsas alcanzó los 1.200 mm de euros, lo que supone una caída interanual superior al 25%. Sin embargo, esta evolución se explica fundamentalmente por el retroceso en los precios de las acciones, ya que la actividad, medida por el número de títulos negociados o por el número de transacciones ejecutadas, se incrementó en torno al 8% en relación con las cifras de 2007. En línea con este desarrollo, el volumen de negocio con derivados experimentó un descenso similar al mercado de contado (26%), como consecuencia principalmente de la caída en la valoración de los subyacentes. La operativa en este segmento se concentró, un año más, en los contratos referenciados al IBEX 35.

En el mercado de deuda pública las cifras de negociación experimentaron un descenso interanual del 12%, que fue el resultado de la pronunciada caída (por encima del 30%) de las operaciones al contado y del retroceso más moderado tanto de las transacciones *repo* y simultáneas, que continúan representando el grueso de la actividad, como de las realizadas a plazo.

Por el contrario, el volumen de negociación en el mercado AIAF superó los 2.400 mm de euros, lo que supone un crecimiento interanual superior al 115%, con incrementos aprecia-



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.

bles en casi todos los instrumentos, en especial en las cédulas y bonos de titulización. Por tipo de transacción, el grueso del incremento de la actividad se concentró en las operaciones simultáneas, entre las que destacan las que tuvieron como contrapartida al Tesoro (en el contexto de la gestión que este hace de sus excedentes de liquidez) y al Banco de España (en el marco de la financiación concedida por el Eurosistema a las entidades de crédito).

### 3.3 LOS PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

Las cotizaciones bursátiles mostraron un intenso retroceso, junto con un marcado aumento de la volatilidad

Tras cinco años de revalorizaciones, en 2008 se produjo un intenso retroceso de las cotizaciones bursátiles, que estuvo acompañado de un marcado ascenso de su volatilidad implícita (véase gráfico 6.6). En el conjunto del año, el IBEX 35 acumuló una caída del 39,4%, inferior a la del EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (44,2%) y similar a la del S&P 500 de las de Estados Unidos (38,5%). El ejercicio estuvo marcado por una tendencia a la baja en las valoraciones, que se hizo más intensa en determinados episodios. Esta evolución reflejó tanto la mayor preferencia de los inversores por los activos de menor riesgo como el deterioro de las perspectivas de crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas. Por su parte, la volatilidad se situó en valores muy elevados a finales de septiembre, tras la quiebra de Lehman Brothers. Posteriormente se redujo, aunque se situó en niveles superiores a su media histórica, lo que pone de manifiesto la notable incertidumbre del mercado sobre la evolución futura de los precios negociados.

El retroceso de las cotizaciones fue generalizado por sectores, aunque con una intensidad desigual. Las mayores caídas se produjeron en los subíndices de materiales básicos, industria y construcción (51%) y de servicios financieros e inmobiliarios (49%). En el extremo opuesto, las ramas que mostraron una evolución menos adversa fueron las de bienes de consumo (-26%) y tecnología y telecomunicaciones (-29%).

En los primeros meses de 2009 continuó la tendencia a la baja en los índices bursátiles, aunque a partir de mediados de marzo se ha observado una recuperación de las cotizaciones. De este modo, a comienzos de mayo el IBEX 35 se situaba en niveles similares a los del cierre de 2008.

Las rentabilidades negociadas en el mercado de la deuda pública repuntaron hasta julio, para reducirse progresivamente hasta final del ejercicio...

Tras haber experimentado un moderado ascenso hasta julio, las rentabilidades de la deuda pública a corto plazo registraron posteriormente una notable disminución en sintonía con los pronunciados recortes en los tipos de intervención. Por su parte, los tipos de largo plazo mostraron un perfil similar, con elevaciones en la primera mitad del año y una tendencia descendente a partir de agosto como consecuencia de la mayor preferencia de los inversores por los valores líquidos y seguros y de las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento e inflación en la UEM. De este modo, el tipo de interés de las obligaciones a diez años que partía del 4,4% en diciembre de 2007 alcanzó un máximo del 4,9% en julio y después inició una senda descendente hasta cerrar el año en el 3,8%. En la segunda mitad del ejercicio, la rentabilidad de la deuda alemana se redujo en mayor medida que la del resto de títulos soberanos del área del euro, lo que provocó que los diferenciales con el bono alemán aumentaran notablemente, situándose el correspondiente a la referencia española en 80 pb al cierre del año y superando los 120 pb a mediados de febrero de 2009. No obstante, posteriormente se ha observado una reducción de este indicador, hasta situarse a comienzos de mayo en torno a los 70 pb. Como se detalla en el recuadro 6.2, la ampliación de los diferenciales soberanos en la UEM se explica por el aumento del precio del riesgo, por factores ligados a la liquidez y, en algún caso, por el incremento del riesgo de crédito. En este contexto, en enero de 2009 la agencia Standard & Poor's rebajó las calificaciones crediticias de la deuda a largo plazo emitida por los Estados español, griego y portugués, y en marzo, la del irlandés.

... mientras que las primas de riesgo crediticio experimentaron fuertes ascensos a lo largo del año

Por último, las primas de los seguros de riesgo crediticio (CDS) de las sociedades financieras y no financieras experimentaron un aumento muy acusado como consecuencia del contexto de mayor incertidumbre y del deterioro de las perspectivas macroeconómicas. Este incremento fue especialmente notorio a partir del final del verano, período en el que, a raíz de los acontecimientos mencionados anteriormente, se produjo un intenso proceso de reevaluación del riesgo, que situó las primas de los CDS en máximos históricos (véase gráfico 6.6). En línea con lo observado en otros países desarrollados, tras el anuncio y posterior aprobación de los programas de apoyo a los sistemas bancarios las primas de riesgo de las empresas financieras se han mantenido en niveles sustancialmente inferiores a los de las sociedades no financieras, lo que parece sugerir que el mercado interpreta que los gobiernos han asumido una parte importante del riesgo de crédito de las principales entidades bancarias.

Esta evolución, junto con el curso de los tipos de interés a largo plazo, determinó un repunte del coste de financiación de las empresas emisoras en los mercados de renta fija. No obstante, en la parte transcurrida de 2009 se han reducido las primas de los CDS, especialmente las de las compañías no financieras, aunque se mantienen en niveles elevados.



El diferencial de rentabilidad de la deuda soberana de los países del área respecto a los bonos alemanes, que son los que tradicionalmente tienen un menor coste, se había movido en los últimos años en rangos muy reducidos. Durante el verano de 2007, tras el comienzo de las turbulencias financieras, empezaron a aumentar, aunque de forma muy moderada. Sin embargo, tras el agravamiento de la crisis financiera internacional a mediados de septiembre de 2008, se ampliaron de forma muy marcada (véanse gráficos 1 y 2). En España, la diferencia entre la rentabilidad de las obligaciones del Estado a diez años y la correspondiente a la referencia alemana alcanzó a principios de marzo de 2009 un nivel en torno a 120 pb, cuando al cierre de 2007 era de apenas 8 pb. En el resto de los miembros de la UEM se observó la misma tendencia, aunque la magnitud del cambio varió de una nación a otra (en Irlanda o Grecia alcanzaba los 260 pb, mientras que en Francia rondaba los 60 pb), estando el incremento en el caso de los valores emitidos por el Tesoro español en una posición intermedia. En los meses posteriores se ha observado un descenso generalizado en estos diferenciales. A principios de mayo el diferencial soberano español se situaba ya en torno a los 70 pb. Este recuadro se centra en el análisis de los factores que explican el ascenso de dichos diferenciales entre diciembre de 2007 y febrero de 2009.

En un entorno como la UEM, en el que todas las emisiones están denominadas en la misma divisa, los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas vienen explicados por la compensación que los mercados exigen por los distintos niveles de riesgo de crédito percibidos y por las diferencias en el grado de liquidez de los títulos.

Las primas por riesgo de crédito se pueden aproximar a partir del precio de los derivados de crédito (CDS) sobre deuda soberana, que son instrumentos en los que una parte (el comprador de protección) recibe una compensación de su contrapartida en caso de que se produzca un impago, moratoria u otros sucesos crediticios del emisor de dicha deuda, a cambio del pago de una renta periódica. En este sentido, en el gráfico 3 se observa una elevada correlación positiva entre las variaciones de los diferenciales de rentabilidad y de las primas de los CDS entre diciembre de 2007 y febrero de 2009, lo que sugiere que los cambios en el nivel de riesgo crediticio y en su valoración desempeñaron un papel importante en la evolución de las cotizaciones de los bonos emitidos por los Estados de los países de la UEM durante dicho período. No obstante, los puntos del gráfico se sitúan, en general, por encima de la línea de 45 grados, lo que podría indicar que los factores relacionados con la liquidez pudieron contribuir también a estos desarrollos. En particular, la mayor actividad en los mercados secundarios de los títulos emitidos por el Estado alemán pudo beneficiar su valoración relativa, en un contexto en el que había aumentado la preferencia de los inversores por los activos más líquidos.

Existen distintos factores que pueden explicar el aumento del riesgo de crédito percibido por los mercados durante el período analizado. En primer lugar, el profundo deterioro de las perspectivas de crecimiento de las economías nacionales de los últimos meses de 2008 tendió a reducir la capacidad de los Estados para obtener ingresos vía impuestos, al tiempo que aumentaba los gastos corrientes. Así, la expansión del PIB para 2009 y 2010 de la mayoría de los países miembros de la UEM prevista por la Comisión Europea se redujo entre 2 pp

y 3 pp en términos acumulados entre el ejercicio de previsión de otoño de 2008 y el interin de enero de 2009. En dos países el descenso fue claramente superior al del resto: Grecia (-4,2) e Irlanda (-6,5), que son precisamente aquellos en los que los diferenciales de la deuda soberana más se ampliaron entre diciembre de 2007 y febrero de 2009. Adicionalmente, las medidas fiscales que los distintos países habían comenzado a adoptar implicaban un aumento adicional en el gasto público y, con ello, un mayor aumento del endeudamiento público.

En este contexto, en enero de 2009 la agencia Standard & Poor's rebajó la calificación crediticia de Grecia (el 14 de enero, de A a A-), España (el 19 de enero, de AAA a AA+) y Portugal (el 21 de enero, de AA- a A+). Adicionalmente, Irlanda fue puesta en revisión, para posteriormente rebajarle también su calificación de AAA a AA+ el 31 de marzo.

Con el fin de profundizar en el vínculo entre la valoración de las referencias soberanas y el riesgo de crédito, en el gráfico 4 se relacionan los diferenciales de rentabilidad, en diciembre de 2007 (en rojo) y febrero de 2009 (en azul), con la desviación de la ratio deuda/PIB frente a Alemania que preveía la Comisión Europea en torno a las mismas fechas para 2009 y 2010, respectivamente<sup>1</sup>. Se observa que, en general, las variaciones en las proyecciones del nivel de deuda sobre el PIB fueron pequeñas (en comparación con los cambios en Alemania), salvo en el caso de Irlanda, en el que se produjo un ascenso muy acusado, que puede ayudar a entender la mayor ampliación del diferencial que entonces tuvo lugar en dicho país. En España la ratio también se elevó más, evolución que pudo haber afectado asimismo a la valoración relativa de los títulos emitidos en nuestro país durante el período examinado.

En el gráfico 4 se detecta también cómo, tal como cabría esperar, existe una relación positiva entre los niveles de riesgo (aproximados por la ratio deuda/PIB) y la rentabilidad de la deuda (en términos relativos frente a Alemania). Se observa, además, que la pendiente de la recta de ajuste se incrementó entre las dos fechas examinadas, lo que apunta a que la ampliación de los diferenciales de rentabilidad entre diciembre de 2007 y febrero de 2009 pudo responder, en parte, a un incremento del precio del riesgo o, lo que es lo mismo, a una mayor preferencia de los agentes por los activos más seguros.

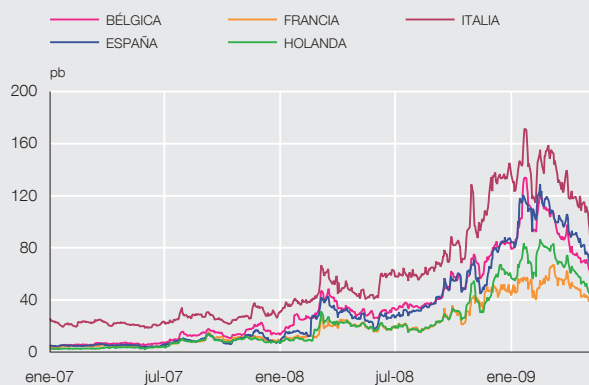
Por otra parte, en el mismo gráfico se aprecia también que en febrero de 2009 los diferenciales de rentabilidad de algunos países se alejaban significativamente de la línea de ajuste. Hay que tener en cuenta que la ratio de deuda sobre el PIB aproxima solo parcialmente el riesgo crediticio percibido por el mercado en algunos casos. En particular, no recoge la exposición de los Estados al sector financiero, que se incrementó notablemente tras la puesta en marcha de los rescates bancarios. En este sentido, el gráfico 5 muestra cómo tras la aprobación de los primeros planes, en octubre de 2008, la prima media de riesgo de la deuda soberana europea<sup>2</sup> en los mercados de CDS aumentó significativamente, acercándose al nivel del índice Itraxx financiero (que recoge el precio de los derivados de las principales empresas financieras europeas), si bien a partir de marzo descendió, separándose de dicho índice. La evolu-

1. Se han tomado los ejercicios de previsión de la Comisión Europea realizados en la primavera de 2008 y en enero de 2009, respectivamente. 2. En esta media los países se ponderan según su peso en el índice Itraxx financiero.

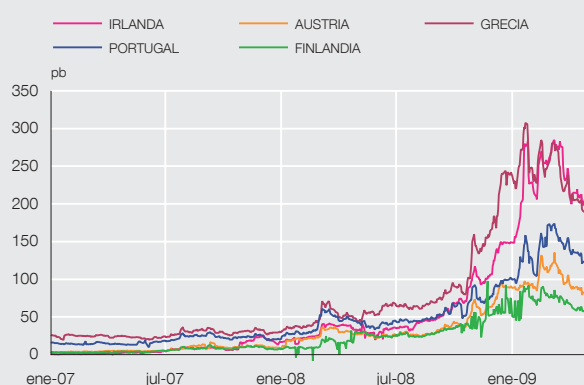
ción de este indicador durante la última parte de 2008 y los dos primeros meses de 2009 parece apuntar a que los mercados interpretaron que los gobiernos estaban asumiendo una parte importante del riesgo crediticio de las principales entidades bancarias. Así, por ejemplo, en Irlanda se garantizó temporalmente la totalidad de los pasivos de los seis mayores bancos (y posteriormente se nacionalizó uno de ellos y se re-

capitalizó con fondos públicos el resto), lo que, unido al hecho de que el peso de su sector financiero sea, en términos de PIB, más elevado que en el resto de los Estados de la UEM (véase gráfico 6), podría explicar que en dicho país el diferencial de rentabilidad de los valores soberanos se situase en febrero de 2009 muy por encima de lo que indicaría su nivel de deuda entonces previsto para 2010 (véase gráfico 4).

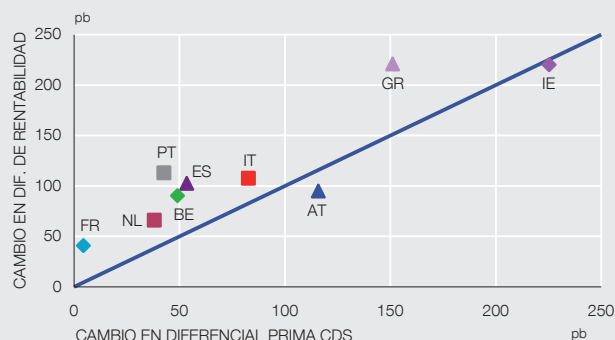
1 DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD FRENTE A ALEMANIA DE LOS BONOS SOBERANOS A DIEZ AÑOS



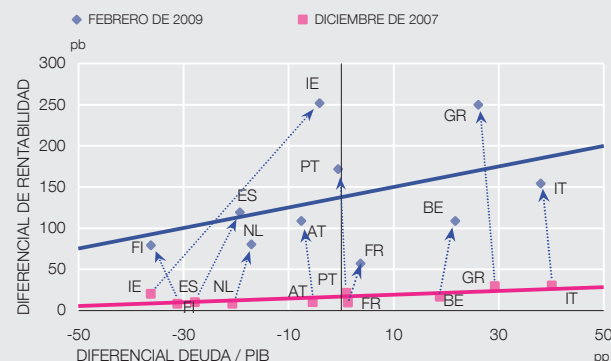
2 DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD FRENTE A ALEMANIA DE LOS BONOS SOBERANOS A DIEZ AÑOS



3 CAMBIO EN LOS DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD DE LA DEUDA Y DE LAS PRIMAS DE LOS CDS ENTRE DICIEMBRE DE 2007 Y FEBRERO DE 2009



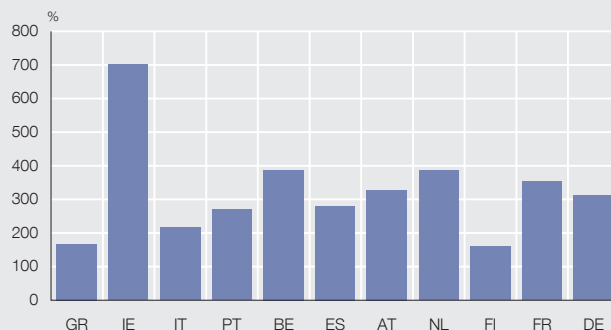
4 DIFERENCIAL DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA Y DE LA DEUDA PÚBLICA SOBRE EL PIB (a)



5 PRIMAS DE CDS A CINCO AÑOS



6 ACTIVOS DE INSTITUCIONES DE CRÉDITO EN % DEL PIB. 2007



FUENTES: Datastream, Comisión Europea y Banco de España.

- a. Los datos del diferencial de la ratio deuda sobre PIB de diciembre de 2007 y febrero de 2009 son, respectivamente, las diferencias frente a Alemania de dicha ratio, de acuerdo con los ejercicios de previsión de la Comisión Europea para 2009 y 2010 realizados en primavera de 2008 y enero de 2009.
- b. Promedio de las primas de los CDS sobre deuda soberana de los países que forman parte del índice Itraxx financiero con sus mismas ponderaciones, exceptuando a Suiza.

	CONSOLIDADO			INDIVIDUAL		
	DIC 2007	DIC 2008	T. INTERAN. (%)	DIC 2007	DIC 2008	T. INTERAN. (%)
PRINCIPALES PARTIDAS DEL BALANCE (% de AT)						
Activo total (mm de euros)	3.389,6	3.603,9	6,3	2.892,9	3.142,4	8,6
Crédito	67,3	66,8	5,6	64,3	63,2	6,8
<i>Del cual: Sector privado residente en España</i>				59,5	57,8	5,6
Valores representativos de deuda	10,5	10,8	9,0	9,2	10,3	21,1
Otros instrumentos de capital y participaciones	4,7	3,0	-33,4	6,3	5,4	-6,9
Resto de activo	17,4	19,4	18,5	20,2	21,1	13,7
Pasivo						
Banco de España y otros bancos centrales	2,8	3,6	39,4	2,9	3,7	41,6
Depósitos interbancarios	14,9	13,1	-6,4	17,7	17,3	6,1
Depósitos de la clientela	47,1	48,9	10,4	50,7	51,1	9,4
<i>Del cual: Hogares y soc. no fin. residentes en España</i>				28,1	28,6	10,5
Valores negociables	19,6	17,9	-3,2	13,2	11,8	-3,1
Resto de pasivo	12,1	14,5	27,2	12,4	14,1	24,2
Patrimonio neto	6,3	5,6	-5,0	6,0	5,7	3,2
CUENTA DE RESULTADOS (% de ATM)						
(+) Productos financieros	4,93	5,59	21,33	4,44	4,91	24,42
(-) Costes financieros	3,28	3,84	25,38	3,16	3,67	30,21
Margen de intereses	1,65	1,75	13,31	1,27	1,25	10,03
(+) Rendimiento de instrumentos de capital	0,09	0,09	14,06	0,42	0,40	6,93
(+) Comisiones netas	0,73	0,67	-1,00	0,53	0,46	-2,75
(+) Resultado operac. financieras y entid. participadas	0,52	0,38	-22,10	0,29	0,19	-23,95
(+) Otros resultados de explotación (neto)	0,02	0,02	2,01	0,03	0,03	-0,59
Margen bruto	3,01	2,92	3,67	2,54	2,32	2,90
(-) Gastos de explotación	1,34	1,33	6,47	1,11	1,04	5,39
(-) Dotaciones y saneamiento de activos financieros	0,52	0,87	78,38	0,42	0,70	87,53
Resultado de la actividad de explotación	1,15	0,72	-33,28	1,01	0,59	-34,66
(+) Otros resultados (neto)	0,15	0,17	21,60	0,12	0,11	4,89
(-) Impuestos	0,26	0,14	-42,20	0,17	0,07	-51,97
Resultado después de impuestos	1,04	0,75	-23,24	0,97	0,63	-26,87
Resultado neto del grupo	1,00	0,70	-24,74			
RATIOS (%)						
Posición interbancaria neta / AT (a)	-7,6	-8,4		-6,8	-8,7	
Solvencia	10,7	11,3				
Activos dudosos / AT	0,7	2,1		0,6	2,1	
Cobertura de dudosos	182,8	70,8		209,3	69,5	
Negocio en el extranjero / AT	20,8	22,5				
Eficiencia (GE / MB)	44,5	45,7		43,6	44,6	
ROE	19,7	12,7		17,7	11,2	

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye activo neto con bancos centrales.

#### 4 Los intermediarios financieros españoles

##### 4.1 LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

La actividad de las entidades de crédito experimentó una notable ralentización

A lo largo de 2008 se produjo una notable ralentización de la actividad de las entidades de crédito, que respondió al menor dinamismo del crédito concedido al sector privado residente no financiero. En contrapartida, se elevó significativamente el ritmo de variación de los préstamos a las AAPP, así como la cartera de activos de renta fija en poder de las entidades. En conjunto, los activos totales aumentaron un 6%, a nivel consolidado, y un 9%, a nivel individual (véase cuadro 6.4), cifras que se sitúan claramente por debajo de los registros de los últimos años, pero todavía por encima del crecimiento del PIB nominal.

Las dificultades de financiación en los mercados persistieron, compensadas en parte por otras fuentes alternativas y por las medidas de apoyo del sector público

Aunque las entidades tuvieron cierto éxito en la captación de depósitos de la clientela —favorecido por la atractiva remuneración de los mismos y por la búsqueda de inversiones seguras por parte de los ahorradores—, las dificultades de financiación en los mercados mayoristas obligó a las mismas a recurrir al mercado interbancario y a los préstamos concedidos por el Eurosistema, por un importe conjunto en torno a un 20% superior al registrado el año anterior. Como resultado de ello, la posición neta deudora obtenida por esta vía se incrementó hasta el 8,4% del activo total (desde el 7,6% de finales de 2007) y, dentro de ella, el préstamo neto del Eurosistema supuso, en media de diciembre de 2008, un 1,8% de los activos totales, frente al 1,3% observado doce meses atrás.

En la parte transcurrida del año en curso, los descensos en los tipos de interés interbancarios y los avales concedidos por el Gobierno habrían permitido una cierta recuperación de la financiación de las entidades en los mercados, al tiempo que las adquisiciones de activos por parte del FAAF habrían incrementado también los recursos disponibles. Concretamente, en la fecha de cierre de este Informe el FAAF había celebrado ya cuatro subastas, habiéndose colocado un volumen de fondos cercano a los 20 mm de euros, al tiempo que 24 entidades de crédito habían realizado emisiones utilizando el aval del Estado por un importe total de 27,4 mm de euros.

El aumento de los activos dudosos...

Los activos dudosos se incrementaron de manera muy importante, elevándose la ratio de morosidad de los otros sectores residentes desde el 0,9% en diciembre de 2007 hasta el 3,4% en el cierre del pasado año, registrándose un notable ascenso de la dispersión por entidades. El aumento fue particularmente intenso en las operaciones con empresas constructoras e inmobiliarias (véase el panel derecho del gráfico 6.1). Consecuentemente, la ratio de cobertura (provisiones sobre dudosos) se redujo del 183% al 71%. Los descensos en los tipos de interés de intervención acometidos en la última parte de 2008 y principios de 2009 deberían contribuir a atenuar el ritmo de avance de las pérdidas por deterioro del activo. No obstante, este efecto se verá seguramente contrarrestado por los impactos negativos derivados del aumento del desempleo y por la disminución de las provisiones genéricas acumuladas en años anteriores.

... llevó a un descenso en los beneficios...

Como resultado de la competencia en la captación de depósitos a plazo y de la disminución de los mantenidos a la vista, en el conjunto del año, el coste medio del pasivo de las entidades se incrementó en mayor medida que los tipos de interés de mercado (50 pb, a nivel individual y 57 pb a nivel consolidado, frente a 36 pb de subida en el tipo de interés interbancario a tres meses). No obstante, el aumento también mayor de la rentabilidad del activo permitió que el margen de intereses sobre el activo total se elevase en torno a 10 pb en los estados consolidados, y que se redujese tan solo en 2 pb en los individuales (véase cuadro 6.4). Este resultado relativamente positivo del margen de intereses se vio ampliamente contrarrestado por el incremento de los saneamientos y dotaciones, ligado al repunte de los activos dudosos, y, en menor medida, por la reducción en las comisiones percibidas por servicios de valores y por comercialización de fondos de inversión y por la caída en los resultados por operaciones financieras, de forma que el resultado neto consolidado de las entidades se contrajo en un 25% con respecto al ejercicio precedente. Aun así, la rentabilidad sobre recursos propios se mantuvo por encima del 10%.

... y se han reducido los márgenes disponibles para absorber deterioros adicionales de los activos

Con el descenso de los beneficios y la disminución de la ratio de cobertura de dudosos, se han reducido los márgenes disponibles por las entidades españolas para absorber deterioros adicionales de sus activos. No obstante, el coeficiente de solvencia se incrementó a lo largo de 2008, hasta un 11,3%, en parte por la introducción de las nuevas normas de capital (derivadas del Acuerdo de Basilea II), pero también por la mayor retención de beneficios, el menor crecimiento de los activos ponderados por riesgo y la emisión de capital por un valor cercano a los 10 mm de euros. En comparación con lo sucedido en otros sistemas financieros, la situa-

ción de las entidades españolas globalmente consideradas es más sólida, aunque no son inmunes ni a los desarrollos en los mercados internacionales, en general, ni a la debilidad de la economía española, en particular. En este sentido, el pasado 28 de marzo, el Banco de España intervino Caja Castilla-La Mancha (CCM), una entidad pequeña, cuyos activos suponían menos del 1% del total del sistema.

#### 4.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Retirada de fondos de las instituciones de inversión colectiva...

En la industria de la inversión colectiva, se acentuó la caída en el patrimonio, observada ya el año anterior, como resultado principalmente de los elevados reembolsos netos en los fondos de inversión (FI) (véase gráfico 6.7). Estos fueron positivos en todos los trimestres del año y se extendieron a todos los tipos de fondos, incluidos los monetarios. Aunque la incertidumbre sobre la evolución de los precios en los mercados de valores y las minusvalías registradas tuvieron sin duda un impacto sobre la retirada de recursos por parte de los inversores, el carácter generalizado de la misma sugiere que esta estuvo también influida por la competencia generada por las campañas de captación de depósitos bancarios con unas rentabilidades muy atractivas, en un contexto en el que además se amplió la cobertura del Fondo de Garantía de Depósitos hasta 100 mil euros por titular y entidad.

... y menor actividad también de las entidades de seguros y de capital-riesgo

Las entidades de seguros y fondos de pensiones (FP) obtuvieron recursos netos positivos, pero de escasa cuantía. Así, en los seguros de vida, aunque las primas crecieron en torno al 15%, la siniestralidad (rescates, movilizaciones, vencimientos y pagos por siniestros o rentas acordadas) lo hizo aún más, por lo que los fondos netos recibidos apenas aumentaron.

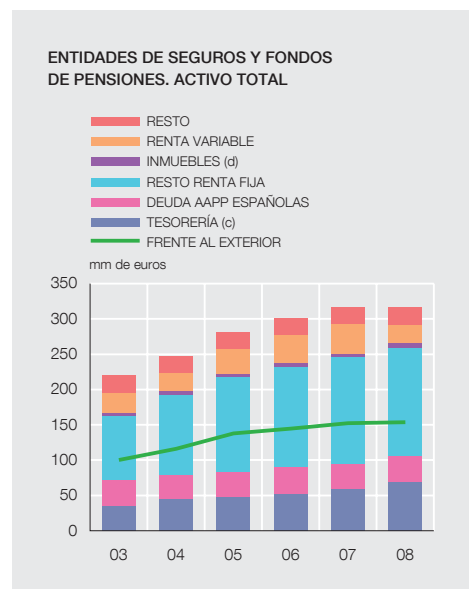
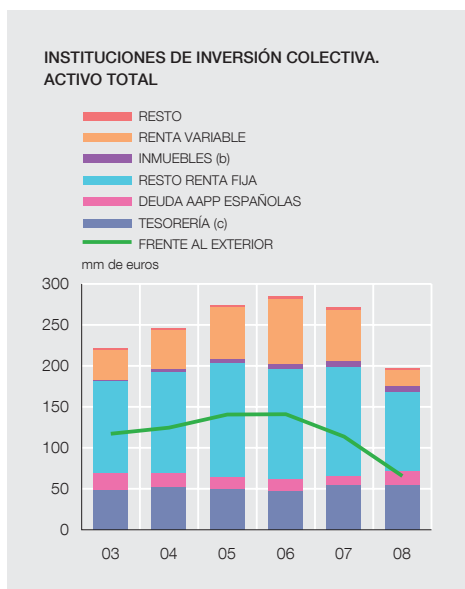
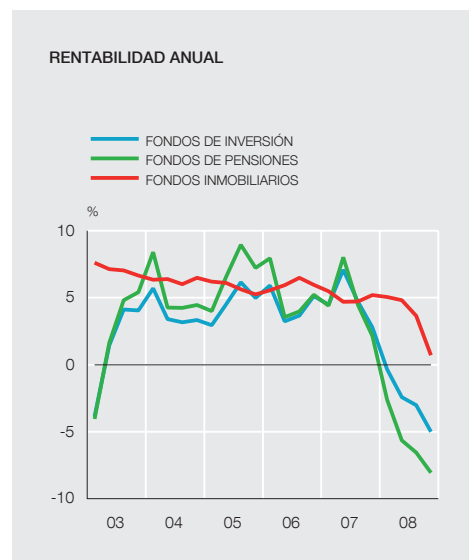
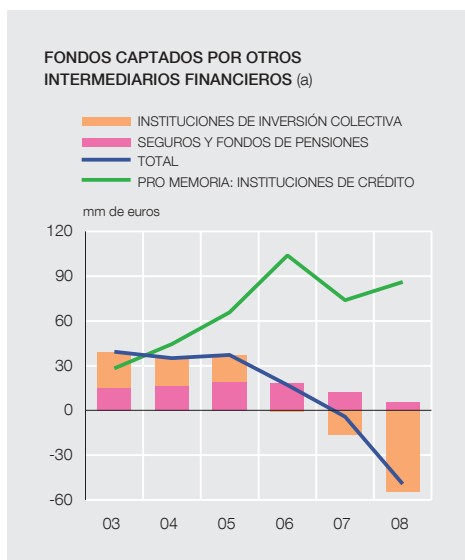
Por su parte, en el capital-riesgo los recursos captados se redujeron a la mitad de lo obtenido en el año anterior (2.560 millones de euros, frente a 5.131) y las desinversiones disminuyeron aún más, por las dificultades de venta en los mercados financieros. Estos desarrollos, junto con los problemas para obtener financiación ajena —muy utilizada en las transacciones de mayor volumen— hicieron que la inversión de estas instituciones se limitara a menos de 3 mm de euros (un 32% menos que en 2007), con una caída particularmente intensa de las operaciones apalancadas y de elevada cuantía.

Las rentabilidades descendieron y surgieron dificultades en algunos productos de escaso peso relativo

La contracción de los nuevos recursos captados vino acompañada de importantes caídas del valor de las carteras. Los fondos monetarios obtuvieron una rentabilidad anual del 2,4%, pero en el resto de FI y en los FP la revalorización fue negativa (del -5% y del -8%, respectivamente). Asimismo, las IIC de inversión libre registraron minusvalías significativas (en torno al 10%) y las IIC inmobiliarias, aunque lograron unos beneficios ligeramente positivos al cierre de 2008 (+0,7%), fueron objeto de revisiones importantes en las valoraciones de sus activos en los primeros meses de 2009, resultando en rentabilidades interanuales negativas ya desde enero de este año. Las entidades de seguros vieron también reducirse sus resultados en comparación con el año anterior (-10%), si bien sus ratios de rentabilidad y solvencia se mantuvieron elevadas.

En algunos casos de IIC, las peticiones de retirada de fondos por parte de los inversores obligaron a tomar medidas extraordinarias, como la suspensión temporal de los reembolsos o la liquidación de las entidades. No obstante, estas situaciones afectaron a un número reducido de instituciones (fondos inmobiliarios e IIC de inversión libre), con un patrimonio muy pequeño en relación con el total del sector.

Con todo, las pérdidas a nivel agregado en las IIC españolas fueron moderadas, debido al perfil relativamente conservador de las mismas (véase gráfico 6.7). Dicha orientación inversora se acentuó en el transcurso de 2008, produciéndose descensos en el peso relativo de los títulos de renta variable y de los activos exteriores en la cartera de las IIC españolas. Por el contrario, se incrementaron las posiciones de tesorería y las tenencias de deuda pública española.



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. Inmuebles: último dato disponible, tercer trimestre de 2008.
- c. Incluye efectivo, depósitos y cesiones temporales.
- d. Inmuebles: último dato disponible, segundo trimestre de 2008.

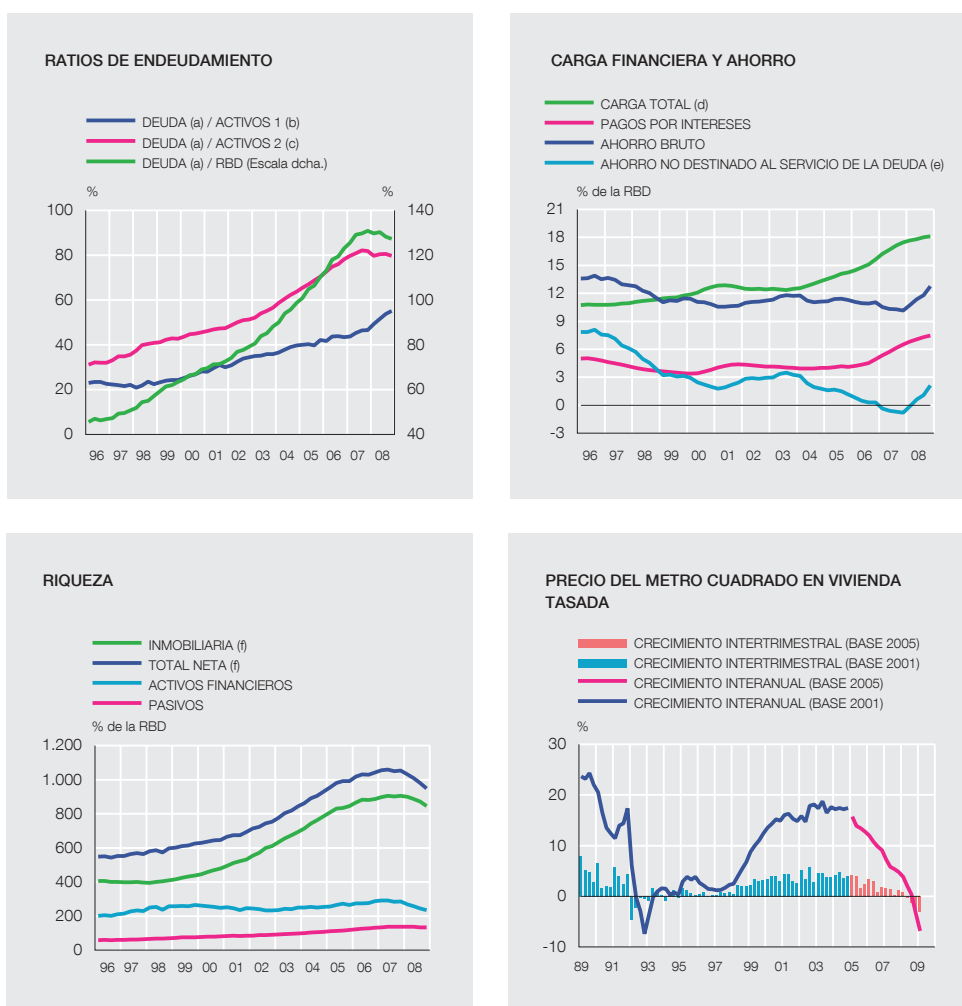
**5 La posición patrimonial del sector privado no financiero**

**5.1 LOS HOGARES**

El endeudamiento de las familias se redujo, aunque aumentó la carga financiera

Como se ha señalado, en 2008 se intensificó la desaceleración de la deuda de los hogares iniciada en 2006. De este modo, su tasa de avance se situó algo por debajo de la correspondiente a las rentas del sector, de forma que, por primera vez desde mediados de los noventa, el endeudamiento de las familias se redujo ligeramente, hasta representar algo menos del 130% de su renta bruta disponible (RBD) (véase gráfico 6.8).

A pesar de la reducción observada en la ratio de endeudamiento de los hogares, la carga financiera soportada por el sector aumentó hasta situarse en el 18% de su RBD, 0,6 pp por



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

- a. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.  
 b. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».  
 c. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.  
 d. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.  
 e. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.  
 f. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

encima del registro de 2007, debido al incremento en los pagos por intereses como consecuencia de la elevación del coste medio de los pasivos. Esta evolución no impidió que la capacidad de ahorro de las familias, una vez descontados los gastos financieros, se incrementase en casi 3 pp, como resultado, fundamentalmente, de la notable recuperación de su ahorro bruto.

La riqueza de los hogares disminuyó y su componente financiero mostró una recomposición hacia los activos de menor riesgo

De acuerdo con las estimaciones disponibles de la riqueza neta de los hogares, esta disminuyó hasta situarse en el 950% de la renta del sector, en torno a 100 pp por debajo del registro de 2007. Esta evolución se explica por la reducción observada en los dos componentes, inmobiliario y financiero, como consecuencia de los retrocesos en el precio de la vivienda y en las cotizaciones bursátiles. De acuerdo con la estadística del Ministerio de Vivienda, el crecimiento interanual de los inmuebles se situó en el -3,2% en diciembre de 2008, frente al 4,8% en el mismo período de 2007. No obstante, tal como se explica en los capítulos 1 y 2 de este Informe, el descenso en el valor unitario del stock de viviendas durante el pasado año



fue probablemente mayor y podría situarse, tomando como referencia los datos del INE para viviendas de segunda mano, en el entorno del 10%.

Como consecuencia de la caída en el precio de los activos y del desplazamiento hacia depósitos a plazo, aumentó el peso de los activos líquidos y de menor riesgo dentro del componente financiero de la cartera de los hogares.

Aumentó la presión financiera en algunos segmentos del sector

El abultado nivel de endeudamiento alcanzado, junto con el retroceso del empleo y el ascenso en el coste medio de la deuda viva, se ha traducido en un incremento del grado de presión financiera sobre los hogares, especialmente sobre los más endeudados. Esto se ha reflejado en una elevación de la proporción de familias endeudadas cuyos créditos han pasado a ser considerados dudosos por las entidades (del 3,8% en diciembre de 2007 al 6,9% un año después), y en un aumento en la ratio de morosidad del sector, que fue más acusado para los préstamos para consumo y otros fines que para los destinados a la adquisición de vivienda, alcanzando en diciembre de 2008 el 5,2% en el primer caso (2,6 pp por encima del valor de 2007), mientras que en el segundo aumentó cerca de 1,7 pp, hasta situarse en el 2,4% (véase gráfico 6.1).

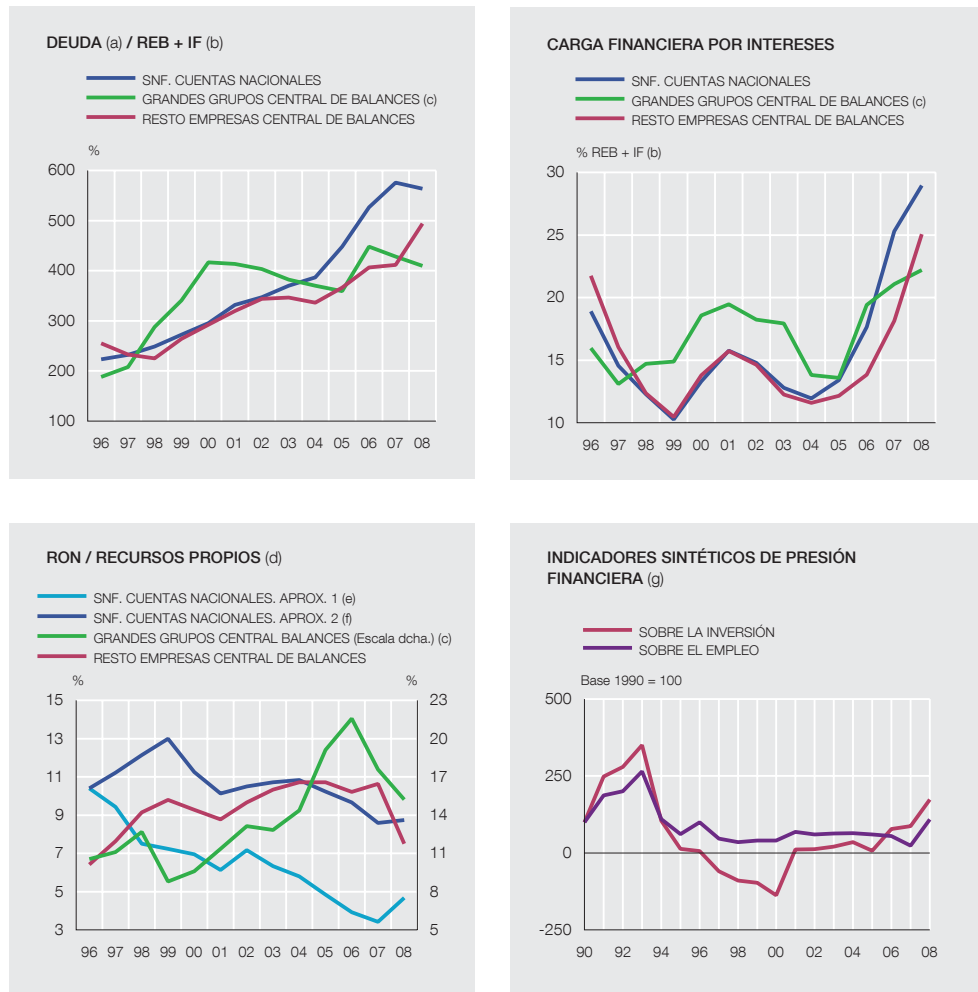
5.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La ratio de endeudamiento de las empresas se redujo ligeramente, mientras que la carga financiera aumentó

De acuerdo con las cuentas financieras de la economía española, en 2008 descendió en casi 8 pp el peso de los recursos propios dentro del pasivo de las sociedades, hasta representar el 43%, evolución que estuvo ligada fundamentalmente a la caída registrada en las cotizaciones bursátiles. En contraposición, la proporción que suponen los créditos concedidos por las entidades residentes aumentó en casi 4 pp, hasta superar el 25%, mientras que la de los préstamos exteriores, modalidad de financiación normalmente utilizada por las empresas de mayor tamaño, se incrementó en algo más de 1 pp. Por su parte, se registró un ligero aumento en la importancia relativa del crédito interempresarial, hasta alcanzar el 4% del total del balance, rompiendo así la tendencia descendente de los años anteriores.

Los fondos ajenos captados por las sociedades crecieron a un ritmo algo inferior al de sus rentas, de forma que la ratio de endeudamiento del sector en relación con los resultados se redujo ligeramente (véase gráfico 6.9). No obstante, el aumento registrado en el coste medio de la deuda viva determinó un nuevo ascenso de la ratio de carga financiera, hasta aproximarse al 30%, 3,7 pp por encima del valor de 2007. La rentabilidad del capital (medida como el cociente entre el resultado ordinario neto y los recursos propios) mostró escasas variaciones, ya que las rentas estimadas por la Contabilidad Nacional siguieron evidenciando un notable dinamismo, a pesar del contexto recesivo.

Por el contrario, el resultado económico bruto de las empresas colaboradoras con Central de Balances Trimestral (CBT) —que, aunque se refiere solamente a una muestra de compañías, basa su cálculo directamente en las cuentas de resultados de las sociedades— disminuyó casi un 6% en 2008, en relación con el nivel observado un año antes. El análisis de las actividades mejor representadas en la CBT, que no incluye los sectores de construcción y promoción inmobiliaria, pone de manifiesto que el descenso fue especialmente acusado en la rama industrial (-24%). Como resultado de esta evolución, la rentabilidad ordinaria de los recursos propios disminuyó, al tiempo que aumentó el porcentaje de sociedades para las que esta ratio se situó en valores negativos. Por otra parte, en línea con las perspectivas económicas para los próximos meses, las expectativas de los analistas sobre la evolución de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas apuntan a una reducción importante de su tasa de crecimiento en el corto plazo, que se situaría en valores negativos. A más largo plazo, las previsiones indican también una disminución —aunque más moderada— en el ritmo de avance de las rentas generadas.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Recursos ajenos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- d. El resultado ordinario neto (RON), usando datos de Cuentas Nacionales, se define como excedente bruto de explotación + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- e. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- f. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- g. 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.

Las ratios de deuda sobre rentas y de carga financiera de la muestra de compañías colaboradoras con la CBT se elevaron, influidas en parte por la evolución desfavorable de los resultados empresariales. La evolución conjunta de la rentabilidad, el endeudamiento y la carga financiera se tradujo en un aumento de los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, que fue especialmente acusado en el sector industrial.

Aumentó la presión financiera en algunos segmentos del sector, especialmente en las ramas de la construcción y los servicios inmobiliarios

El deterioro de la situación económica y el aumento observado en los costes de financiación durante la mayor parte del ejercicio se tradujeron en un incremento en la presión financiera soportada por algunos segmentos del sector. Fueron especialmente notables en las ramas de construcción y servicios inmobiliarios, en las que la ratio de morosidad alcanzó el 5,7%, más de 5 pp superior a la registrada en 2007, muy por encima de la ob-

servada para el resto de actividades (1,9%). En esta misma línea apuntan los datos sobre el número de compañías que entraron en situación concursal, así como la información microeconómica de la CBT, que pone de manifiesto un mayor deterioro en las compañías en una situación financiera menos favorable. Así, por ejemplo, mientras que la carga financiera de la empresa mediana aumentó en 2 pp en 2008, para las empresas con mayores valores de esta ratio el incremento fue muy superior (en concreto, para la situada en el percentil 75 el ascenso fue de más de 12 pp).



### 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 2008, 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

La UE continuó durante el año 2008 el proceso de ratificación del Tratado de Lisboa, que ya ha sido suscrito por 25 de los 27 Estados miembros, a falta de Irlanda y la República Checa. El objetivo del Consejo es que el Tratado entre en vigor antes de finales de 2009.

Eslovaquia ha adoptado el euro el 1 de enero de 2009

A petición de las autoridades de Eslovaquia, el BCE examinó si este Estado miembro cumplía las condiciones requeridas para la adopción del euro, en un informe de convergencia que se publicó el 7 de mayo. Habida cuenta de los informes de convergencia del BCE y de la Comisión Europea, y a propuesta de esta última, el 20 de junio el Consejo de la Unión Europea decidió anular las derogaciones de Eslovaquia y permitirle adoptar el euro desde el 1 de enero de 2009.

Con Eslovaquia, el número de Estados miembros que han adoptado el euro ha pasado a ser de 16 y el número de miembros del Consejo de Gobierno del BCE es de 22. El Consejo de Gobierno del BCE adoptó una Decisión el 18 de diciembre de 2008 por la que suspende la entrada en vigor del sistema de rotación en el voto de sus miembros hasta que el número de gobernadores en el Consejo exceda de 18.

Se celebró el décimo aniversario del BCE y del SEBC

El 1 de junio de 2008 se cumplió el décimo aniversario de la creación del BCE y del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Tanto el BCE como los bancos centrales nacionales del área del euro han celebrado este aniversario con diferentes eventos.

Como en años anteriores, durante 2008 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*. Ha destacado este año el gran número de reuniones extraordinarias que el Consejo de Gobierno ha celebrado, vía teleconferencia, en el último trimestre del año como consecuencia de la crisis financiera.

Un amplio grupo de profesionales del Banco de España participó en los comités, grupos de trabajo y otras formaciones del Eurosistema para preparar o asistir a los órganos de gobierno del BCE en la toma de decisiones. En este ámbito, cabe destacar el nombramiento del Subgobernador del Banco de España como presidente del Comité de Relaciones Internacionales (IRC) del BCE.

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. En este sentido, en respuesta a la crisis financiera se crearon dos equipos de trabajo de alto nivel (*High level task forces* —HLTF—), uno sobre activos de garantía y otro sobre la

gestión de crisis financieras, cuyos integrantes por parte del Banco de España son los Directores Generales correspondientes por razón de la materia.

El Banco ha intervenido en los ejercicios de previsión macroeconómica del Eurosistema y en la elaboración, del informe sobre finanzas públicas, así como en informes sobre cuestiones estructurales, como son la financiación empresarial en la zona del euro (enviado al Parlamento Europeo en 2008) y la evolución del mercado de préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda en la zona del euro.

Como miembro del SEBC, el Banco de España ha participado en el Comité de Supervisión Bancaria (BSC). En su tarea de seguimiento de los desarrollos estructurales y coyunturales del sistema financiero, el BSC ha elaborado dos informes, sobre estructuras bancarias y sobre estabilidad del sector bancario. Asimismo, ha contribuido al informe de estabilidad financiera del BCE y a la Mesa de Estabilidad Financiera del Comité de Estabilidad Financiera (FST-CEF). Por otra parte, se ha llevado a cabo una serie de análisis más profundos sobre temas de especial interés, entre los que cabría destacar los trabajos sobre el modelo bancario de «originar para distribuir», la evolución del mercado de «bonos con cobertura» y la revisión de las prácticas del sector bancario en relación con los ejercicios de estrés de liquidez y planes de contingencia.

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 desarrollado un marco analítico común para valorar las implicaciones sistémicas de una crisis. Por último, cabe destacar la iniciativa conjunta en colaboración con el Comité de Estadísticas y el CEBS para armonizar los requerimientos de información a las entidades con fines estadísticos y prudenciales.

Se ha completado la migración escalonada por países a TARGET2

Durante 2008 se completó de forma satisfactoria la migración escalonada por países a TARGET2, la segunda generación del sistema de pagos TARGET, que continúa siendo un elemento clave para la integración de los mercados monetarios del euro y el desarrollo de la política monetaria única. Basado en una plataforma técnica única centralizada y en una estructura de precios única, TARGET2 ofrece una amplia gama de servicios básicos a sus participantes y un conjunto homogéneo de funciones a aquellos sistemas que liquiden en él. Tras los oportunos desarrollos técnicos y legales realizados por el Banco de España y después de las correspondientes pruebas, la transición de la comunidad bancaria española a TARGET2 tuvo lugar de forma satisfactoria el 18 de febrero (véase apartado 6.2).

En lo relativo a la creación de la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA), transcurrido más de un año desde su lanzamiento, el Banco de España ha continuado con sus esfuerzos con el fin de lograr el éxito de esta iniciativa clave para una mayor integración de los mercados de pagos minoristas en Europa. Así, la labor del Banco, tanto en el marco del Eurosistema como en el ámbito nacional, se ha centrado en evaluar la transición a la SEPA y en fomentar acciones que faciliten la migración.

El Eurosistema decidió poner en marcha TARGET2-Securities

En el mes de julio, el Eurosistema tomó la decisión de establecer un nuevo servicio para la liquidación de operaciones de valores en euros y otras monedas de la Unión Europea en dinero de banco central (TARGET2-Securities), y asignó su desarrollo y operación a los bancos centrales de Alemania, España, Francia e Italia. Los trabajos preparatorios, que se iniciaron en 2006, continuaron a lo largo de 2008 en estrecha colaboración con el mercado. También se tomó la decisión de lanzar el proyecto CCBM2, un nuevo sistema para la gestión de los activos de garantía aportados por las contrapartidas en operaciones de financiación del Eurosistema.

En cooperación con los bancos centrales nacionales, el BCE ha proseguido el desarrollo, recogida y difusión de un amplio abanico de estadísticas útiles para la aplicación de la política monetaria de la zona del euro y para las distintas funciones del SEBC. Además, en diciembre, el BCE adoptó el Reglamento (CE) 24/2009, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización (ECB/2008/30), que permitirá disponer, a partir de 2010, de estadísticas más fiables sobre estos intermediarios financieros. También se adoptó la versión refundida de la normativa sobre el balance del sector de las instituciones financieras monetarias, mediante el Reglamento (CE) 25/2009 (ECB/2008/32), que incorpora mayores detalles del crédito e información sobre la titulización llevada a cabo por las entidades de crédito.

El Banco de España produjo 885 millones de billetes en euros

En el año 2008, el Banco de España fue responsable de la producción de un total de 885 millones de billetes en euros de las denominaciones de 50, 20 y 5 euros, en cumplimiento de los acuerdos de fabricación de billetes del Eurosistema en un escenario descentralizado y mancomunado. Los billetes se fabricaron en los plazos y calendarios previstos, cumpliendo con todos los requisitos de calidad establecidos (véase epígrafe 6.3).

El Banco de España colaboró de manera muy activa en la preparación de la segunda serie de billetes de euro que está previsto emitir en un futuro próximo, en colaboración con otros miembros del Eurosistema, y en la custodia de los billetes en euros que constituyen la reserva estratégica del Eurosistema. En relación con este último punto, el Banco de España desempeñó un papel destacado en la organización de remesas internacionales de billetes.

Como en años anteriores, el Banco fue elegido para realizar las pruebas de medición de la calidad de los billetes en circulación en los países de la zona del euro, en colaboración con el banco central de los Países Bajos.

### **3 Actividades internacionales**

Desde hace ya algunos años, uno de los objetivos más importantes del Banco es el de aumentar su presencia y su proyección internacional, para labrarse una imagen de excelencia que facilite la interlocución con los demás bancos centrales y supervisores y reguladores financieros, así como con los organismos multilaterales de este ámbito. La crisis que comenzó en el verano de 2007, y que está afectando —en mayor o menor medida— a la estabilidad financiera de todos los países, requiere soluciones a nivel global, lo que ha puesto de manifiesto la importancia de que esa interlocución sea adecuada y fluida.

El trabajo de los comités internacionales estuvo marcado por la necesidad de reformar los sistemas financieros para mejorar su funcionamiento y su solvencia

En términos generales, durante 2008 el trabajo de los comités internacionales de ámbito global se ha visto muy influido por las acciones concretas propuestas en el informe del Foro de Estabilidad Financiera, aprobado en la reunión de ministros y gobernadores de bancos centrales del G 7 en abril de 2008, y, posteriormente, por el plan de acción incluido en la declaración de la cumbre del G 20 celebrada en Washington el 15 de noviembre. En esta cumbre surgió un compromiso para mejorar la cooperación y trabajar conjuntamente en la identificación y en la implantación de las reformas necesarias para mejorar el funcionamiento y la solvencia de los sistemas financieros mundiales. En el ámbito europeo, a estas propuestas y recomendaciones se añadieron las hojas de ruta establecidas por el ECOFIN y el plan de trabajo aprobado por los ministros de la UE en el Comité Económico y Financiero, lo que, por tanto, condicionó adicionalmente las tareas de los comités internacionales.

Con anterioridad, 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 ámbito europeo como en el global. Finalmente, se hará mención de las relaciones bilaterales, de la cooperación técnica prestada a otros bancos centrales y



organismos supervisores y reguladores bancarios, y de los seminarios y conferencias de carácter internacional que se han organizado.

### 3.1 RELACIONES INTERNACIONALES

En el ámbito de la Unión Europea, 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 2008 se celebraron dos reuniones en Ljubljana (marzo) y Niza (septiembre), bajo las presidencias de Eslovenia y Francia, respectivamente. En las mismas, se abordaron los temas económicos y financieros prioritarios a nivel comunitario, ocupando un papel destacado las cuestiones relacionadas con la estabilidad y la supervisión financieras.

El Banco de España participó en los trabajos del CEF y CPE

El Comité Económico y Financiero (CEF), que prepara las reuniones del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) y en el que participa el Subgobernador, trabajó durante 2008, en primer lugar, en la revisión regular de la situación económica y financiera, con el examen de los programas de estabilidad y convergencia. Por otra parte, prosiguieron los trabajos sobre estabilidad financiera y arquitectura financiera europea, con un seguimiento específico de la hoja de ruta marcada por el ECOFIN de 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 coordinaron y siguieron los planes nacionales de apoyo financiero (incluyendo la revisión de los fondos de garantía de depósitos) y se adoptó una posición europea en la reunión del G 20 sobre la arquitectura financiera internacional. Asimismo, dentro del CEF, se ha tomado parte en grupos de trabajo ad hoc para temas específicos, como, por ejemplo, la prociclicidad del sistema financiero.

Por su parte, la agenda de trabajo del Comité de Política Económica (CPE) puso especial énfasis en el análisis de los instrumentos económicos disponibles para alcanzar los objetivos marcados en materia energética y de cambio climático, los aspectos metodológicos de evaluación del progreso de los países en relación con la Agenda de Lisboa, la calidad de las finanzas públicas y su sostenibilidad a largo plazo, y la integración de estos dos aspectos en el marco de supervisión fiscal comunitario. Con una perspectiva coyuntural, el CPE se concentró en el análisis de la evolución de los precios energéticos y alimenticios, así como en la respuesta de política económica, tanto nacional como comunitaria, a la crisis económica.

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 CEBS. Durante 2008, la actividad del CEBS se ha centrado principalmente en las siguientes tareas:

- Asesoramiento técnico a la Comisión Europea en fondos propios, reducción de las áreas de discrecionalidad nacional existentes en la nueva normativa de solvencia, análisis de los poderes supervisores en Europa, liquidez, grandes riesgos, transparencia y desarrollo de estados financieros supervisores comunes.
- Cooperación y convergencia en las prácticas supervisoras.
- Trabajos relacionados con las turbulencias financieras, con encuestas de su impacto sobre los bancos europeos.
- Trabajos relacionados con la implementación de la revisión del enfoque Lamfalussy.

Además, el Banco se ha implicado en los desarrollos del Comité Interino de Conglomerados Financieros, dependiente del CEBS y del CEIOPS (Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación), que —ya en 2009— ha cambiado su denominación por la de Comité Conjunto sobre Conglomerados Financieros. Durante 2008 ha destacado, entre otros proyectos, el inicio de la revisión de la Directiva de Conglomerados Financieros. Adicionalmente, existe una tendencia creciente en Europa a abordar diversos análisis de forma conjunta entre los tres comités de supervisores europeos de nivel 3 de los distintos sectores, los citados CEIOPS y CEBS, por un lado, y el CESR (Comité de Reguladores de Valores Europeos), por otro. Así, por ejemplo, dentro de los trabajos llevados a cabo por estos comités —lo que se ha venido a denominar el 3L3— destacan los estudios acerca de la delegación de tareas y de responsabilidades entre supervisores, y el estudio de las agencias de calificación, del gobierno corporativo y de la valoración de instrumentos ilíquidos.

Por lo que respecta a la actividad internacional de carácter global, una parte importante se realiza en la órbita del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI), que constituye el principal núcleo de cooperación entre los bancos centrales del mundo. Además de la asistencia regular a las reuniones de gobernadores y a la asamblea general anual, hay que destacar que el Banco ha tomado parte activa en el Comité sobre la Economía Global, en el Comité sobre el Sistema Financiero Global y en el Comité de Mercados, así como en la compleja estructura de grupos de trabajo que se derivan de los mismos.

Ha habido una presencia muy activa en el Comité de Basilea

El Banco ha participado también activamente en el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea (BCBS), dirigiendo algunas de sus actuaciones. Este Comité ha liderado los trabajos destinados a reforzar aquellos elementos del nuevo Acuerdo de Capitales que, a la luz de las lecciones extraídas de la situación actual, se han revelado mejorables. En particular, se han desarrollado propuestas para:

- Fortalecer los requerimientos de capital de algunos productos financieros complejos y de los instrumentos incluidos en la cartera de negociación.
- Reforzar los estándares de gestión de la liquidez.
- Mejorar la gestión de riesgos de las entidades, incidiendo, por ejemplo, en los ejercicios de estrés y en los problemas de la valoración de ciertos instrumentos.
- Mejorar la calidad de la información que las entidades proporcionan al mercado.
- Mejorar la cooperación supervisora para bancos internacionales, mediante la implantación de colegios de supervisores.
- Fortalecer el enfoque macroprudencial de la supervisión.

Todo ello sin olvidar también la implantación de Basilea II y el seguimiento del impacto de la regulación en los requerimientos de capital y su posible prociclicidad. También hay que señalar los trabajos realizados por el Grupo de Contacto Internacional (*International Liaison Group*), creado para fomentar el diálogo con supervisores no incluidos en el BCBS en temas relacionados con el intercambio de información y la cooperación supervisora. De los trabajos de este grupo destacan sus análisis sobre la supervisión basada en riesgos, la importancia de disponer de unas provisiones contables adecuadas y las microfinanzas.

El Banco también 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. Su agenda se ha visto afectada igualmente por la crisis financiera, en tanto que esta ha puesto de relieve el creciente grado de interrelación que existe en las actividades de los distintos sectores financieros. En este sentido, el Foro Conjunto se ha centrado en la elaboración de informes acerca de cuestiones que están en el epicentro de la crisis financiera: la concentración de riesgos, la idoneidad de la clientela en la comercialización de productos y servicios financieros, la actualización de sus trabajos previos sobre transferencias de riesgo de crédito y la realización de un análisis del grado de implantación de los principios de supervisión sobre conglomerados financieros y de las principales áreas donde estos principios se beneficiarían de una actualización.

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 el Directorio. A lo largo de 2008 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 mayor impulso a partir de la cumbre del G 20. Entre los temas que más atención han recibido durante 2008 destacan: (i) la necesidad de refinar la supervisión de Fondo, y en particular estrechar la colaboración con el Foro de Estabilidad Financiera y otros organismos multilaterales; (ii) los recursos y la capacidad de asistencia financiera a los países miembros, y (iii) la revisión de los instrumentos financieros. Además, se ha participado en la discusión de los informes habituales del artículo IV, esto es, los correspondientes a los países de mayor interés para España. Por último, se han aportado opiniones y comentarios a los principales informes publicados por el Fondo: el *Informe de Perspectivas Económicas Mundiales* y el *Informe de Estabilidad Financiera Global*.

Sin dejar el ámbito del FMI, el Banco también ha participado en las reuniones que celebra su Comité Monetario y Financiero Internacional en primavera y en otoño, con ocasión de las asambleas anuales. 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; ambas materias requieren una orientación de sus miembros al más alto nivel.

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 ha participado activamente en las reuniones de gobernadores, del Comité de Alternos y del Comité de Auditoría. En 2008 se han tratado temas de importancia para el Centro, como la aprobación de las normas internas que han de regir la operativa del Fondo de Reserva y la elección de Director General para el quinquenio 2009-2013. Además, el Banco ha seguido colaborando en las actividades formativas promovidas por el Centro, especialmente en los casos de los cursos sobre Riesgo Operativo, Instrumentos Financieros y Normas Internacionales de Información Financiera, y Contabilidad y Valoración de Instrumentos Financieros de Banca Central, y en el seminario sobre aplicación del XBRL. Por último, el Banco ha ejercido un papel de liderazgo en algunas de las iniciativas del CEMLA, como, por ejemplo, la organización de la VIII Reunión sobre Administración de Recursos Humanos de Banca Central, el establecimiento de sistemas de intercambio de información en los ámbitos de remesas, de recursos humanos y de billetes, y en los trabajos de los comités técnicos de contabilidad, billetes e informática.

Se ha intensificado la colaboración con los supervisores americanos

En similar sentido, durante 2008 se ha intensificado la colaboración con 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 la misma. En 2008 se celebró por primera vez una Junta de la Asociación en el Banco de España, se organizaron conjuntamente cuatro seminarios sobre temas de interés común y se tomó parte en los grupos de trabajo sobre buenas prácticas de supervisión consolidada y sobre riesgo operacional y en el grupo para desarrollar un sistema de información sobre los mercados financieros de la región.

En 2008 el Banco ha estrechado su 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. La lista de bancos centrales y supervisores con los que se mantuvieron encuentros bilaterales en 2008 incluye a los de Brasil, China, India, Japón, México y Rusia. En esta misma línea, se recibieron las visitas de altos funcionarios del BPI, del FMI y del BID. Y, 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 Unión Europea y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

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, bien de forma bilateral, bien a través de proyectos conjuntos con organismos multilaterales. Con esta cooperación, que se presta de una manera sostenidamente creciente a lo largo de los últimos años, se pretende aumentar la presencia y el prestigio internacional del Banco a través de la transferencia de los conocimientos y las experiencias que atesoran tanto sus empleados como la propia organización.

La parte más relevante de la cooperación técnica se ha dirigido a Latinoamérica

Como ya viene siendo habitual, la parte más relevante de la cooperación se materializa por medio del programa de cursos y seminarios dirigidos a Latinoamérica, donde el Banco lleva camino de convertirse en la referencia a seguir para muchos bancos centrales y supervisores bancarios. Esta colaboración, facilitada por la lengua y la cultura comunes, ha logrado estimular una demanda continua de cooperación técnica, que cada año es más intensa y se concreta en la organización de numerosas visitas de estudio a Madrid, en el envío de expertos del Banco a misiones in situ y en la atención casi continua de consultas.

Por lo que respecta a otras áreas geográficas, como los países del área mediterránea y Europa del Este, la cooperación se está prestando, más bien, por la vía de integrar el esfuerzo del Banco con el que despliegan otros bancos centrales y agencias supervisoras, para, en definitiva, intervenir en proyectos conjuntos, algunos de los cuales son coordinados dentro del Eurosistema y financiados con fondos de la Unión Europea. Entre estos, en 2008 hay que señalar la implicación del área de auditoría interna del Banco en un proyecto TACIS III (Asistencia Técnica para la Confederación de Estados Independientes) de colaboración con el Banco Central de Rusia, en el que actúa junto a otros ocho bancos centrales del Eurosistema y el propio BCE.

No hay que olvidar tampoco la permanente colaboración del Banco con diferentes organismos multilaterales para la prestación de asistencia técnica, y muy especialmente la que se canaliza a través del CEMLA, la ASBA, el Consejo Monetario Centroamericano, el FMI, el Banco Mundial y el Instituto de Estabilidad Financiera del BPI. De igual manera, se ha intensificado la colaboración con organismos responsables de los mercados de valores tanto en España como en Iberoamérica.

Por último, hay que destacar que *Billetaria*, la revista internacional de gestión del efectivo editada por el Banco en español e inglés, ha sido presentada en 2008 en los principales foros internacionales y se ha consolidado como un importante instrumento de comunicación y colaboración entre los especialistas en este terreno.

### 3.2 CONFERENCIAS, REUNIONES Y SEMINARIOS ORGANIZADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

A lo largo de 2008 ha continuado el esfuerzo del Banco de España por convertirse en punto de referencia internacional en la organización de reuniones y encuentros de alto nivel, orientados a compartir y difundir el conocimiento y las experiencias en los temas de mayor actualidad en sus áreas de competencia. Con este objetivo, se ha trabajado en colaboración con organismos internacionales y se han estrechado las relaciones bilaterales con otros bancos centrales de países del G 7, el SEBC, Latinoamérica y Asia. Este tipo de actividades contribuye a asentar el prestigio del Banco en el exterior y a difundir su conocimiento en materia de banca central y de regulación financiera.

En diciembre se organizó una conferencia internacional para conmemorar los 50 años de España en el FMI y el Banco Mundial

El acontecimiento más significativo de 2008 en este ámbito fue la celebración del quincuagésimo aniversario de la incorporación de España al FMI y al Banco Mundial. Con tal motivo, el Banco de España y el Ministerio de Economía y Hacienda organizaron en diciembre la conferencia *España en el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial: cincuenta años de relación*, a la que asistieron altos funcionarios de España, del FMI y del Banco Mundial, así como académicos, representantes de la banca y de organizaciones vinculadas al Fondo y Banco Mundial. Esta conferencia permitió examinar las relaciones de España con el Fondo y el Banco Mundial durante los últimos 50 años, reflexionar sobre los cambios experimentados por ambas instituciones, analizar el papel que han desempeñado en la economía mundial a lo largo de estos años y ver cómo se van a abordar los retos futuros en un contexto como el actual.

Previamente, en abril, se celebró en Madrid una mesa redonda sobre *Perspectivas económicas mundiales: más allá de la turbulencia financiera*, que abordó como principales temas el impacto de las turbulencias financieras sobre la economía real y la estabilidad financiera global, las reacciones de la política económica, las perspectivas para las economías emergentes, el análisis de los desequilibrios globales y el papel de los tipos de cambio en su ajuste. Al día siguiente, los participantes en la mesa se integraron en el amplio panel de ponentes que, procedentes de la universidad, los bancos centrales, las instituciones financieras internacionales y el sector financiero, conformaron el seminario *¿Bretton Woods II a prueba? (Bretton Woods II Under Stress?)*. Este seminario, organizado conjuntamente con el titulado *Reinventar el Comité de Bretton Woods (Reinventing Bretton Woods Committee)*, se estructuró en cuatro sesiones, en las que se trataron: (i) la situación financiera actual y sus implicaciones para el Sistema de Bretton Woods II; (ii) las perspectivas del mercado; (iii) el análisis de la resistencia mostrada por los mercados emergentes y su carácter permanente o transitorio, y (iv) los fondos de riqueza soberana y su posible papel como factor estabilizador de los desequilibrios globales.

En el marco de la 41.ª Asamblea Anual del Banco Asiático de Desarrollo, celebrada en Madrid en mayo, y dentro del denominado «Día de España», el Banco de España y el Ministerio de Economía y Hacienda organizaron un seminario de alto nivel en el que participaron autoridades procedentes de los bancos centrales, los organismos multilaterales, la universidad y el sector financiero. El seminario consistió en dos sesiones sucesivas, que trataron, por un lado, el papel del sistema financiero en la moderación del crecimiento en Asia y, por otro, la reestructuración del sistema bancario desde la perspectiva de la experiencia española.

En junio tuvo lugar en la sede del Banco la mesa redonda *Latinoamérica en la encrucijada: desafíos, riesgos y perspectivas*, en la que participaron altos funcionarios del Banco Mundial

y de algunos gobiernos de la región, así como expertos del Gobierno y del sector financiero españoles junto a autoridades del Banco.

Finalmente, el Banco acogió la *VIII Reunión sobre Administración de Recursos Humanos de Banca Central* del ámbito CEMLA. El objetivo fue analizar el papel de los recursos humanos como promotores de la eficiencia y la responsabilidad social de los bancos centrales. La reunión contó con la asistencia de buena parte de los bancos centrales latinoamericanos y de los pertenecientes al Eurosistema, así como de algunos organismos internacionales.

#### **4 Análisis económico e investigación**

Durante 2008, 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.

En la línea de los resultados alcanzados durante los últimos años, en 2008 se publicaron 38 Documentos de Trabajo y 10 Documentos Ocasionales. Asimismo, personal del Banco de España publicó 45 trabajos en revistas académicas o en libros especializados, 35 de ellos en revistas sometidas a un proceso de evaluación anónima<sup>1</sup>.

##### **4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS**

La agenda investigadora del Banco de España se articula alrededor de cinco grandes áreas:

- Modelización y previsión macroeconómica.
- Política monetaria y sus mecanismos de transmisión.
- Estabilidad financiera.
- Economía internacional.
- Economía española.

Durante 2008, en todas las áreas se ha dado mayor peso al análisis de las causas y las consecuencias macroeconómicas y financieras de la crisis internacional.

Las líneas de investigación del Banco han dado mayor peso a la crisis financiera internacional

Por lo que se refiere a la modelización y a la previsión macroeconómica, se ha estimado el modelo dinámico y estocástico de equilibrio general de la economía española y el resto de la UEM (BEMOD), y se han desarrollado modelos similares de menor escala, pero que incorporen restricciones financieras o ciertos elementos institucionales del mercado de trabajo español. También se ha investigado la posibilidad de incorporar variables financieras a otros modelos de predicción a corto y medio plazo, como son el Modelo Trimestral del Banco de España y los modelos de previsión en tiempo real de la actividad económica en el área del euro y en España. Además, se han empleado los modelos macroeconómicos disponibles para valorar los efectos sobre la economía española del abaratamiento del petróleo o de las medidas gubernamentales de estímulo a la economía. Durante la segunda mitad de 2008 se han desarrollado los trabajos de preparación y diseño de la tercera ola de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF-2008), cuyos resultados preliminares estarán disponibles a finales de 2009.

---

1. Para más información sobre estas publicaciones, puede consultarse la *Memoria de Actividades de Investigación, 2008*, del Banco de España, disponible en [www.bde.es](http://www.bde.es). En dicho documento también se describe, con mayor detalle, el resto de actividades de investigación desarrolladas por el Banco de España en 2008.

Las líneas de investigación sobre política monetaria y sus mecanismos de transmisión han seguido centradas en el análisis de las consecuencias de fricciones financieras para la transmisión de la política monetaria y las implicaciones de las rigideces de precios y salarios y de los orígenes de las perturbaciones del precio del petróleo sobre el diseño de la política monetaria óptima.

La investigación en el área de estabilidad financiera y análisis bancario también ha estado orientada, en gran parte, a abordar aspectos relacionados con la crisis. Así, se ha investigado el papel del modelo bancario «originar para distribuir» a partir del análisis de los determinantes de la titulación en España, se han caracterizado las principales relaciones observadas en el mercado interbancario español, se ha explorado la existencia del canal de crédito en España y se ha discutido la utilización de ejercicios de estrés en la supervisión. Además, se ha profundizado en la investigación de la relación entre competencia y estabilidad financiera, y se ha analizado el papel que desempeñan los bancos en la evolución de la situación financiera de las empresas.

La investigación en el ámbito de la economía internacional también se ha visto condicionada por la situación de inestabilidad financiera. A las líneas de trabajo tradicionales se han añadido otras áreas al hilo de las nuevas preocupaciones en relación con la economía global, tales como:

- Flujos de capitales a economías emergentes, incluyendo el papel de las remesas, las vulnerabilidades financieras y el impacto de los precios de las materias primas en América Latina, las implicaciones financieras y bancarias de los flujos de capitales en Asia y el impacto de estos flujos para la transición hacia la UEM en los nuevos miembros de la UE.
- Turbulencias financieras globales en perspectiva histórica, analizando la financiación estructurada y las consecuencias para las economías emergentes; a esto hay que añadir un trabajo sobre la exposición y la interdependencia exterior de la economía española.
- Desequilibrios globales y estabilidad financiera, en particular su vinculación al proceso de globalización (posibles escenarios de ajuste de los desequilibrios, implicaciones de la acumulación de reservas y fondos soberanos sobre la estabilidad global, inversiones exteriores, etc.).
- Comercio exterior, abordando también aspectos más institucionales, por un lado, y macroeconómicos, por otro.
- Descomposición de los tipos de interés nominales en el área euro y en Estados Unidos en sus tres componentes básicos: tipos de interés reales libres de riesgo, prima de riesgo y expectativas de inflación.
- Análisis del impacto que diversos indicadores de presión financiera (endeudamiento, carga financiera y rentabilidad) tienen sobre las decisiones de inversión de las sociedades no financieras del área del euro.
- Determinantes de las adquisiciones bancarias —nacionales y transfronterizas— en la UE.
- Arquitectura financiera internacional: reforma del FMI y sus implicaciones para España, las líneas de financiación del FMI y su posible simplificación, las políticas del FMI, y los procesos de reestructuración de deuda soberana.



## 4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA

Finalmente, por lo que respecta a las líneas de investigación sobre economía española, se ha considerado un amplio conjunto de temas relacionados con sus características estructurales, tales como la situación y calidad de las finanzas públicas y el comportamiento fiscal de los gobiernos regionales, las consecuencias de los desarrollos demográficos —con especial énfasis en los flujos migratorios—, la evolución de la productividad y la calidad del factor trabajo, el grado de competencia y el funcionamiento de los mercados de factores y productos —en particular, los de vivienda y de trabajo—, la financiación de las empresas y la situación financiera de las familias, y el impacto de los cambios regulatorios e institucionales<sup>2</sup>. Asimismo, se han analizado las decisiones de localización de la inversión directa en el exterior de las empresas españolas y se han hecho avances para explorar los determinantes de la inversión empresarial y del comercio exterior.

Las conexiones del Banco de España con la comunidad académica y 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 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. También organiza, a veces en colaboración con otros organismos, conferencias nacionales e internacionales. En este año, el Banco de España ha participado en la organización, junto a otras instituciones, de tres conferencias internacionales: la *41 Asamblea Anual del Banco Asiático de Desarrollo*; el *Simposio Europeo de Verano sobre Macroeconomía Internacional (ESSIM)*, que tuvo lugar en Roda de Bará (Tarragona); y la conferencia internacional *España en el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial: Cincuenta años de relación* —véase apartado 3.2—.

En tercer lugar, el Banco de España sigue contribuyendo a las redes de investigación organizadas dentro del Eurosistema para el análisis de la economía del área del euro, como ha sido el caso durante 2007 y 2008 de la *Red de Dinámica Salarial*, de la *Red de Fluctuaciones Económicas en el Área del Euro* (con la organización de un curso impartido por el profesor Larry Christiano) y, en el ámbito latinoamericano, dentro del CEMLA. Desde este año, el Banco de España también participa como socio asociado en un consorcio de universidades e instituciones europeas dirigido a desarrollar el proyecto EFIGE (empresas europeas en la economía global —*European Firms in the Global Economy*—), enmarcado dentro del 7.º Programa Marco (FP7) de la Comisión Europea, que tiene como objetivo entender la interacción entre la globalización y la economía europea para las empresas de la UE. También se mantienen los programas regulares de visitantes y de asesores externos que potencian los proyectos que puedan considerarse estratégicos en distintas áreas de análisis y de investigación.

Finalmente, durante 2008 se ha puesto en marcha el programa «Banco de España - Excelencia en Educación e Investigación en Economía Monetaria, Financiera y Bancaria», que tiene un carácter plurianual y contempla la subvención de contrataciones de profesorado y proyectos de investigación en las áreas de macroeconomía, política monetaria, finanzas y sistema financiero, regulación y supervisión financieras, y economía internacional en universidades y centros de investigación españoles.

---

2. En relación con la situación financiera de las familias españolas, en 2007 se publicaron los resultados preliminares de la Encuesta Financiera de las Familias [véase «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: Métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005», *Boletín Económico*, diciembre 2007, Banco de España].

### 4.3 DIFUSIÓN Y COMUNICACIÓN

Como se ha mencionado anteriormente, las tres vías primarias para la difusión y comunicación de los resultados de la investigación en el Banco de España son las series de Documentos de Trabajo y de Documentos Ocasionales, así como el *Boletín Económico* mensual, donde se publican, además de artículos regulares de coyuntura económica, resúmenes de trabajos realizados o avances de investigaciones en curso. Todas estas actividades se recogen en El Portal del Investigador, una sección del sitio en Internet del Banco de España, cuyos contenidos se han extendido y ampliado a lo largo de 2008.

La Biblioteca del Banco ha iniciado la informatización de 60.000 referencias bibliográficas

Para continuar facilitando el acceso a los fondos bibliográficos del Banco de España al público en general, la Biblioteca ha puesto en marcha un plan de mejora de sus servicios y de las condiciones de mantenimiento de sus fondos. Una de las primeras acciones de este plan es la inclusión en el fichero informatizado, accesible por Internet, de unas 60.000 obras que estaban exclusivamente catalogadas en las fichas manuales. Este trabajo se ha llevado a cabo con apoyo externo durante todo el año 2008 y se prevé su finalización en el último trimestre de 2009. También se ha realizado una edición electrónica de todo el material en el que Pedro Martínez Méndez estaba trabajando antes de su fallecimiento, relativo a «El mercado de trabajo en los años 1914-1925» y «Tesoro y Banco de España: 1900-1936». Como resultado, se ha editado un CD-ROM titulado «Pedro Martínez Méndez. Trabajos inéditos», que fue presentado al público el día 20 de mayo de 2008.

## 5 Supervisión y regulación bancaria

### 5.1 ACTIVIDAD SUPERVISORA

En total, 505 entidades se encuentran bajo la supervisión del Banco de España

A 31 de diciembre de 2008 se encontraba bajo la supervisión del Banco de España un total de 505 entidades de diversa naturaleza, de las que 362 eran entidades de crédito, según puede apreciarse en el cuadro 7.1. Además, el Banco tiene responsabilidades de supervisión sobre la actividad de las entidades de crédito extranjeras cuya cabecera es una entidad de crédito española, limitadas a su condición de supervisor en base consolidada de tales grupos.

El proceso de supervisión continuada que el Banco de España aplica con relación a las entidades citadas ha estado influido en el ejercicio 2008 por la crisis iniciada en el verano de 2007, por lo que las actuaciones se han encaminado, en gran medida, a valorar cuidadosamente la situación de la banca española en este nuevo escenario, habiéndose intensificado de manera muy relevante los análisis específicos sobre los riesgos del sector y los factores de fragilidad de las entidades. Junto con esta actividad preferente, se han seguido desarrollando las actuaciones ordinarias de supervisión continuada, que constan de un seguimiento permanente reforzado por un programa de inspecciones in situ. Por lo que se refiere en concreto a esta actividad supervisora —las inspecciones practicadas—, se han llevado a cabo en 2008 166 visitas de inspección, de las cuales 48 se encontraban en curso a 31 de diciembre, de conformidad con el desglose señalado en el cuadro 7.2.

La evolución descendente de los datos del cuadro 7.2 refleja, además de lo señalado anteriormente, los cambios que el Banco de España viene introduciendo en la forma en que se ejerce la supervisión continuada de las entidades, con objeto de lograr una intensidad supervisora mayor y más eficiente. Las tradicionales actuaciones de inspección in situ, las únicas actividades que tienen reflejo en la estadística del cuadro anterior, se han venido complementando, cada vez en mayor medida, por un seguimiento continuado muy cercano. Ello ha sido propiciado por la remisión, por parte de las entidades, de información periódica y de gestión cada vez más extensa y de mejor calidad. Asimismo, se ha extendido el uso del tipo de actuación supervisora denominado «seguimiento continuado in situ», que supone la presencia permanente de personal inspector en las entidades combinando tareas de análisis y de verificación: inicialmente utilizado en los dos grandes grupos bancarios, esta modalidad de actuación se ha pasado a emplear recientemente también en otras entidades, en función de su tamaño o complejidad.

	31.12.2008
ENTIDADES DE CRÉDITO	362
Bancos	66
Cajas de ahorros	46
Cooperativas de crédito	85
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	89
Establecimientos financieros de crédito	75
Entidades de crédito oficial	1
OTRAS ENTIDADES	143
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	25
Establecimientos de cambio de moneda y transferencias	62
Sociedades de tasación	56
TOTAL	505

## VISITAS DE INSPECCIÓN DURANTE 2008

CUADRO 7.2

	VISITAS DE INSPECCIÓN					
	Finalizadas			En curso a 31 de diciembre		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
ENTIDADES DE CRÉDITO	69	125	98	80	44	37
Bancos	36	63	52	37	12	20
Cajas de ahorros	11	17	19	21	18	10
Cooperativas de crédito	10	18	8	12	4	0
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	1	6	7	2	1	1
<i>De las cuales: Comunitarias</i>	1	6	2	2	1	1
Establecimientos financieros de crédito	11	21	12	8	9	6
OTRAS ENTIDADES	12	22	20	16	11	11
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	3	5	1	5	1	0
Establecimientos de cambio de moneda	7	9	11	5	3	3
Sociedades de tasación	2	8	8	6	7	8
TOTAL	81	147	118	96	55	48

El seguimiento continuado, ya sea in situ o a distancia, consume ya una proporción significativa de los recursos supervisores disponibles, sin que sus actuaciones se reflejen en la estadística de visitas de inspección.

Asimismo, en el ejercicio 2008 se han reforzado las actuaciones del Banco de España, dentro de su función supervisora, en dos ámbitos.

En primer lugar, en el ámbito de implementación del Acuerdo de Capital conocido como «Basilea II». Durante el ejercicio 2008 el Banco de España ha completado, con la publicación de la Circular 3/2008, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, la adaptación de la regulación bancaria de solvencia al marco normativo derivado del nuevo Acuerdo de Capital. Por ello, ha dedicado los medios humanos y técnicos necesarios al proceso de validación supervisora de los modelos internos avanzados para la medición de los riesgos, incluyendo la necesaria colaboración con autoridades supervisoras extranjeras; además, ha publicado una guía que establece los criterios que las entidades de crédito deben seguir en sus procesos de autoevaluación del capital y ha efectuado una prueba piloto general para valorar la idoneidad de estos.

En segundo lugar, en el ámbito de la cooperación supervisora internacional. En 2008 se ha incrementado la colaboración fluida con los supervisores europeos, latinoamericanos y norteamericanos, a través de los «colegios de supervisores», destacando las reuniones organizadas por el Banco de España referidas a los dos grandes grupos bancarios españoles y la asistencia, como supervisor de acogida, a varias reuniones de «colegios» de grupos bancarios extranjeros.

En 2008 no ha sido precisa la adopción de ninguna medida cautelar especial en relación con las entidades supervisadas.

## 5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

En 2008 se abrieron 14 expedientes a entidades supervisadas y 33 a sus administradores

Durante el ejercicio 2008, el Banco abrió 14 expedientes sancionadores a entidades o personas físicas supervisadas y 33 expedientes a administradores o directivos de las mismas, para su tramitación de forma conjunta con los anteriores. De los expedientes abiertos, tres afectaban a sociedades de tasación y seis a establecimientos de cambio de moneda y gestión de transferencias con el exterior. Asimismo, se iniciaron expedientes a una entidad y a una persona física por el ejercicio de actividades reservadas a las entidades de crédito, y a una entidad que realizaba actividad de cambio de moneda y gestión de transferencias con el exterior sin contar con la necesaria autorización. Por último, se abrió un expediente a una persona física y a otra jurídica por la adquisición de participaciones significativas en el capital de una entidad de crédito sin haber realizado las preceptivas comunicaciones previas al Banco de España.

Además, se tramitaron tres expedientes por el incumplimiento de reservas mínimas establecidas por el BCE.

Estos datos no representan diferencias sustanciales con los de años anteriores, en lo referente tanto al número de expedientes como al tipo de entidades supervisadas y de sujetos pasivos de la actividad sancionadora ejercida por el Banco de España.

En 2008 se resolvieron 9 expedientes sancionadores a entidades registradas y 42 a sus administradores, con la imposición de 157 sanciones

Durante el año 2008 se ha resuelto un total de 9 expedientes a entidades supervisadas y 42 expedientes a miembros de sus órganos de administración y dirección. Con dichas resoluciones se impusieron 12 sanciones a entidades y 26 a administradores, por la comisión de infracciones muy graves; 26 sanciones a entidades y 87 a administradores, por la comisión de infracciones graves; y 6 sanciones por infracciones leves, en este caso solo a entidades, ya que el ordenamiento jurídico no prevé la imposición de sanciones a administradores por la comisión de infracciones tipificadas como leves.

Por lo que se refiere a los sujetos pasivos de la actividad sancionadora del Banco de España, resultaron sancionados un banco, una sociedad de tasación y siete establecimientos de cambio de moneda extranjera y gestión de transferencias.

Durante 2008 también se resolvió un expediente por la realización de actividades reservadas a las entidades de crédito, dirigido contra una sociedad y su administrador, que resultó sancionado.

Asimismo, se tramitaron tres expedientes de revocación de la autorización concedida a otros tantos establecimientos de cambio de moneda extranjera, al haber renunciado a dicha autorización. Este tipo de expedientes, 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.

Un banco resultó sancionado por el incumplimiento de normas sobre contabilidad

En relación con la naturaleza de las infracciones sancionadas a lo largo del ejercicio, en el expediente seguido contra un banco y sus administradores se sancionó una infracción grave relativa al incumplimiento de las normas sobre contabilización de operaciones y sobre formulación de balances, cuentas de pérdidas y ganancias y estados financieros de obligatoria comunicación al órgano administrativo competente.

En 2008 fueron sancionadas 1 sociedad de tasación y 7 establecimientos de cambio de moneda extranjera

En los expedientes contra otras entidades supervisadas, distintas de las entidades de crédito, destaca el dirigido contra una sociedad de tasación y sus administradores. En este caso, se sancionó la comisión de una infracción muy grave, al apreciarse el incumplimiento del requisito de homologación consistente en disponer de medios organizativos y de control interno necesarios para desarrollar la actividad de tasación. La sociedad también resultó sancionada por la comisión de infracciones graves, consistentes, respectivamente, en la emisión de certificados e informes de tasación en cuyo contenido se apreciaba falta de concordancia con los datos y pruebas obtenidos en la actividad de valoración efectuada o que se apartaban, sin advertirlo expresamente, de los procedimientos, comprobaciones e instrucciones previstas en la normativa aplicable, y en la falta de remisión de datos que deben ser suministrados al Banco de España. Se apreció, asimismo, la existencia de una tercera infracción grave por el incumplimiento de la normativa sectorial por la que resulta exigible a este tipo de entidades la suscripción de una póliza de responsabilidad civil, infracción por la que la entidad había sido sancionada previamente en los dos años precedentes.

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: (i) el que se refiere al incumplimiento de la normativa reguladora de su actividad y organización, materia en la que se apreció la existencia de cinco infracciones muy graves, ocho graves y cuatro leves; (ii) el incumplimiento de la normativa que protege la adecuada capitalización de los establecimientos, su reflejo contable 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 cinco infracciones muy graves, ocho graves y dos leves, y (iii) las que reprimen el incumplimiento de las normas reguladoras de la relación con la clientela y el público en general, infracciones que se tipificaron como graves en cinco casos y como leve en uno.

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. No obstante, en determinados supuestos se ha optado por sanciones de amonestación pública o privada, de inhabilitación de administradores e incluso, en tres ocasiones, se ha considerado necesario revocar la autorización concedida a otros tantos establecimientos de cambio de moneda extranjera.

### 5.3 CAMBIOS NORMATIVOS

Finalizó la transposición de la normativa comunitaria sobre solvencia y prestación de servicios financieros

En lo relativo a las normas de ordenación y disciplina a las que quedan sometidas las entidades de crédito y otros intermediarios financieros sujetos a supervisión del Banco de España, es posible apreciar en 2008 dos partes claramente diferenciadas. En la primera mitad del año se completó la transposición al ordenamiento jurídico nacional de la normativa comunitaria sobre solvencia (básicamente, mediante el desarrollo reglamentario de la Ley 36/2007, de 16 de noviembre) y sobre prestación de servicios financieros (la Directiva MiFID, cuya incorporación al ordenamiento jurídico español inició la Ley 47/2007, de 19 de noviembre, que modificó nuestra Ley del Mercado de Valores). En la segunda mitad del año, y especialmente en el último trimestre, la actividad normativa se centró, casi en exclusiva, en el diseño e implementación en el marco del Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona del Euro, de diversas medidas regulatorias tendentes a preservar la estabilidad del sistema financiero europeo en general, y del español en particular.

Dentro de la primera de las dos partes mencionadas, cabría destacar las siguientes normas:

- *Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras*, que desarrolla la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, concretando los principios básicos en que se sustenta el nuevo régimen de solvencia de las entidades financieras nacido del Acuerdo de Basilea II.
- *Circular 3/2008, del Banco de España, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos*. Esta Circular culmina, en el ámbito de las entidades de crédito, el desarrollo de la nueva legislación sobre recursos propios y supervisión en base consolidada, concretando todas aquellas especificaciones técnicas cuya complejidad y grado de detalle hacían inadecuada su determinación en normas de rango superior.
- *Circular 5/2008, del Banco de España, de 31 de octubre, a las sociedades de garantía recíproca, sobre recursos propios mínimos y otras informaciones de remisión obligatoria*, que culmina el desarrollo del nuevo régimen de solvencia en el ámbito de las sociedades de garantía recíproca.
- *Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión*. A los efectos que aquí interesan, este Real Decreto desarrolla ciertas normas de organización interna, así como las normas de conducta que han de respetar las entidades que prestan servicios de inversión, entre las que las entidades de crédito ocupan un lugar predominante.

Entre los principales cambios normativos producidos en la parte final del año en relación con la estabilidad del sistema financiero, deben mencionarse:

- *Real Decreto Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros*, dotado con un importe de 30 mm de euros, ampliables hasta 50 mm de euros.
- *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*, por el que se autorizaba el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones de financiación realizadas por las entidades de crédito residentes en España.
- *Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre*, por el que se fijan en 100.000 euros los importes garantizados de los fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito y de los sistemas de indemnización de los inversores.

El marco contable de las entidades se ha actualizado con la Circular 6/2008

Además, durante el ejercicio se actualizó el marco contable de las entidades de crédito a través de la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, del Banco de España, a entidades de crédito, que modifica la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, por la que se atienden las modificaciones habidas tanto en la legislación mercantil española como en las normas internacionales de información financiera.

También en 2008 se terminó de concretar el régimen jurídico de un nuevo tipo de entidades de crédito, las entidades de dinero electrónico, mediante el Real Decreto 322/2008, de 29 de

febrero, por el que se desarrolla el artículo 21 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.

Adicionalmente, en el marco regulatorio de ámbito comunitario cabría destacar la *Directiva 2008/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativa a los contratos de crédito al consumo*, que regula a escala comunitaria los contratos de crédito al consumo, a fin de contribuir al desarrollo de un mercado interior eficiente y lograr una adecuada protección de los participantes en él. Esta Directiva debe ser transpuesta al ordenamiento jurídico español con anterioridad al 12 de mayo de 2010.

#### 5.4 INFORMACIÓN FINANCIERA Y PRUDENCIAL

##### 5.4.1 Análisis de impacto (coste-beneficio) de la regulación financiera

El Banco de España publicó, junto con el documento de consulta de la nueva norma contable, un análisis cualitativo de impacto de las medidas propuestas, en consonancia con el compromiso de extender esta práctica en el diseño de las medidas regulatorias. En concreto, este análisis permite fundamentar la intervención regulatoria en los fallos de mercado e incorpora consideraciones económicas sobre costes y beneficios en la elaboración de las políticas desde las fases iniciales de su diseño.

En este ámbito, el Banco de España colaboró de forma muy activa con el CEBS en el programa piloto, promovido por la Comisión Europea, de introducción de este enfoque en el contexto de la regulación financiera europea, y que se concretó en la revisión del régimen de grandes riesgos. Dado el éxito de esta prueba, la Comisión decidió extender este enfoque a otras iniciativas regulatorias, como es el caso de la posible armonización de las discreciones nacionales, en la Directiva de Capital, iniciativa en la que la participación del Banco fue también destacada.

##### 5.4.2 Información financiera y XBRL

El Banco de España, como consecuencia de sus funciones de supervisión y elaboración de estadísticas, recibe información financiera de las entidades que supervisa. En los siguientes párrafos se resumen las principales iniciativas desarrolladas durante 2008 con impacto en la información que se recibe o en la forma en que se gestiona.

La publicación de la Circular 6/2008, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, ha supuesto la modificación de gran parte de la información contable que han de remitir las entidades de crédito; entre ella, los estados públicos. Esto ha supuesto la necesidad de modificar el lenguaje utilizado para el intercambio de información financiera, la taxonomía XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*), de dichos estados.

Por su parte, la aprobación de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios de las entidades de crédito, ha supuesto la entrada en vigor de los nuevos estados requeridos para controlar los recursos propios de las entidades de crédito. Para posibilitar la recepción de esta información, se ha finalizado el desarrollo en XBRL de la extensión española de la taxonomía de COREP (*COmmon REPorting*). La información correspondiente a junio de 2008 se ha recibido y tratado por primera vez en dicho lenguaje.

Como consecuencia de la publicación de las circulares 3/2008 y 6/2008, se estableció la obligatoriedad de firmar electrónicamente determinados estados, en sustitución de la firma autógrafa. El proceso se sustenta en la inscripción en el Registro de Altos Cargos de la habilitación para la firma electrónica mediante certificado de persona jurídica emitido por la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre (FNMT).

Con el mismo ánimo de automatización, la Circular 6/2008 ha establecido la obligación de remitir por medios electrónicos toda la documentación que antes se venía solicitando en papel



(como las cuentas anuales y los estudios actuariales). Para ello se inició un proyecto informático, con objeto de poder recibir por este medio toda esta información a partir de la correspondiente a diciembre de 2008.

Igualmente, como resultado de la publicación de la Circular 5/2008, de 31 de octubre, sobre recursos propios mínimos y otras informaciones de remisión obligatoria, destinada a las sociedades de garantía recíproca, los estados para controlar dichos requerimientos también se recibirán a través del lenguaje XBRL, por lo que ha sido necesario elaborar una taxonomía para ellos. La primera información remitida de este modo es la correspondiente a diciembre de 2008.

## 5.5 CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS

El Banco de España gestiona la Central de Información de Riesgos (CIR), que contiene información individualizada de los riesgos de crédito que mantienen las entidades declarantes (fundamentalmente, las entidades de crédito) con su clientela. Esta información es utilizada por dichas entidades para la concesión y seguimiento de sus riesgos, así como por el Banco de España, junto con la relativa a los estados financieros y de recursos propios de las entidades de crédito, para su supervisión prudencial, manteniendo la confidencialidad de los datos individuales.

Durante 2008 se ha ralentizado notablemente el crecimiento del número de riesgos declarados a la CIR, pues ha pasado de 33,5 millones a finales de 2007 a 33,9 millones al final de 2008 (un 1,18%), habiendo crecido ligeramente el importe acumulado de estos, que pasa de 3,6 billones a diciembre de 2007 a 3,7 billones a diciembre de 2008 (un 2,7% más), y se ha mantenido el número de titulares distintos en la CIR alrededor de los 17,6 millones (prácticamente, sin variación desde diciembre de 2007).

Se ha ralentizado notablemente el crecimiento de los riesgos declarados a la CIR

La CIR remitió un total de 302,9 millones de informes automáticos, frente a los 291,2 millones del año anterior (un incremento de solo el 3,8 %), mientras que, por primera vez, se produjo un descenso marcado en las peticiones de informes para nuevas operaciones, pasando de 6,9 millones en 2007 a 6,1 en 2008 (un descenso del 11,8%). Por su parte, las peticiones de informes realizadas por los titulares de riesgos pasaron de 117.000 en 2007 a 132.900 en 2008 (un incremento del 13,9%).

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 2008 la CIR recibió datos sobre los riesgos que 3.905 titulares jurídicos españoles (un 14,28 % más que en idéntico período del año anterior) tenían registrados en las otras centrales de riesgos, por un importe de 238.435 millones de euros (un 7,18 % más). Por su parte, la CIR envió a dichas centrales la información de 1.844 personas jurídicas residentes en los otros seis países (un 5,86% más), por un importe total de 63.074 millones de euros (un 11,61% menos). A lo largo de 2009 se abordarán mejoras en la frecuencia de este intercambio, así como en su depuración y alcance.

La CIR ha iniciado los trabajos para facilitar el acceso de los ciudadanos a sus datos, vía Internet

Por último, cabe destacar que en 2008 se han iniciado los trabajos necesarios para hacer posible el acceso por 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.

## 6 Funciones operativas

### 6.1 LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE ESPAÑA

En el área del euro, la instrumentación de la política monetaria 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/absorción de liquidez, así como los aspectos relacionados con la inmovilización de garantías con las

entidades de crédito de su demarcación. En el año 2008, el Eurosistema, en cooperación con el Banco de la Reserva Federal de Nueva York y el Banco Nacional Suizo, también realizó operaciones de inyección de liquidez en dólares estadounidenses y en francos suizos.

El BCE cambió su procedimiento de subasta para satisfacer las demandas de financiación de las entidades ante la escasez de liquidez en los mercados

Las operaciones de política monetaria en el conjunto del Eurosistema han crecido en el último año, y especialmente en el último trimestre. Con la práctica desaparición de la liquidez en los mercados, las entidades han tenido que acudir a los bancos centrales para obtener la financiación que necesitaban, demandando cantidades muy importantes. En esas circunstancias, el Banco Central Europeo cambió el procedimiento de subasta en las inyecciones de liquidez del Eurosistema, convocándolas a tipo fijo y con adjudicación plena de todas las peticiones de liquidez recibidas. En este contexto, la participación de España pasó de 25.094 millones de euros en 2007 a 49.153 millones de euros en 2008. Al mismo tiempo, se ha observado un movimiento de sentido contrario en la relación del sistema bancario español con las entidades radicadas en otros países de la zona del euro: mientras que en 2007, en términos medios, las entidades españolas recibieron fondos por un total de 18.835 millones de euros, en 2008 fueron las entidades españolas las que devolvieron fondos por un volumen de 18.621 millones de euros. Así, este flujo de financiación se invirtió totalmente en el pasado 2008.

La cartera de bonos de renta fija en euros del Banco de España tuvo un saldo medio en 2008 de 77.905 millones de euros, ligeramente superior al de 2007, mientras que las tenencias de activos en moneda extranjera se situaron, en media, en 7.960 millones de euros, un nivel ligeramente inferior al del año 2007, debido al efecto del tipo de cambio. A 31 de diciembre de 2008, los activos gestionables en euros, divisas y oro alcanzaban los 94.314 millones de euros.

Además, a lo largo del año 2008 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 5.050 millones de dólares estadounidenses.

## 6.2 LA GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGOS

En lo relativo al sistema español de grandes pagos, el principal hito durante 2008 ha sido la transformación del Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE) para dejar paso a TARGET2-Banco de España como componente español de TARGET2. Tras intensos trabajos, tanto del Banco de España como de la comunidad bancaria española, para realizar las necesarias adaptaciones técnicas y legales y las oportunas pruebas, el 18 de febrero de 2008 se completó con éxito la migración española a TARGET2, el sistema europeo de liquidación bruta en tiempo real de pagos en euros.

El funcionamiento de TARGET2-Banco de España ha sido plenamente satisfactorio

El funcionamiento de TARGET2-Banco de España ha sido plenamente satisfactorio, sin que se hayan registrado incidentes significativos. El sistema procesó en 2008 más de 11 millones de operaciones, por importe superior a los 93 billones de euros. Estas cifras representan descensos del 8% y del 4%, respectivamente, con respecto a los niveles del año anterior. Estos descensos se deben, por una parte, a cambios en la forma de liquidar determinadas operaciones de sistemas vinculados y, por otra, a nuevas funcionalidades ofrecidas en TARGET2, que permiten racionalizar las labores de *back-office* y una más eficiente gestión de la liquidez por parte de las entidades.

En el ámbito de los pagos al por menor, el Banco de España desarrolla la vigilancia del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), cuya gestión corresponde a Iberpay, sociedad privada propiedad de los participantes en el sistema. Durante 2008, el SNCE ha procesado 1.510 millones de operaciones, lo que supone una tasa de crecimiento del 5%, similar

a la de años anteriores. En términos de importes procesados, esas operaciones representan un valor cercano a los 2 billones de euros, lo que supone un ligero descenso (1,7%) respecto al año anterior.

Tras varios años de diseño y preparación, en 2008 tuvo lugar el lanzamiento efectivo de la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA), en la que los consumidores, empresas y demás agentes económicos podrán realizar pagos electrónicos en euros a cualquier beneficiario dentro de la Unión Europea, con las mismas condiciones básicas y con los mismos derechos y obligaciones, utilizando una sola cuenta bancaria y un único conjunto de instrumentos de pago.

Durante 2008 el Banco de España ha continuado su labor de colaboración y apoyo a la comunidad bancaria nacional en los desarrollos necesarios para el éxito de la transición a la SEPA en España. Así, el Banco está ofreciendo a las entidades que así lo han solicitado los servicios de representación y agente liquidador en la única cámara paneuropea de pagos minoristas existente en la actualidad, facilitando con ello a dichas entidades la posibilidad de acceder a operaciones —y recibirlas— de cualquier lugar de la eurozona. Además, mediante su participación en los grupos creados al efecto, el Banco ha contribuido a la elaboración del Plan de Acción para SEPA de la comunidad bancaria nacional, en el que se establece un calendario de acciones que se deben desarrollar con el fin de impulsar la migración de los instrumentos de pago nacionales.

En esa línea, el Banco de España continuará trabajando con todas las partes interesadas en aquellas áreas donde quedan cuestiones por resolver, favoreciendo la competencia y dando la máxima prioridad a que la SEPA cubra las necesidades y expectativas de los usuarios y no suponga deterioro alguno en los niveles de servicio actuales.

### 6.3 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

El Banco de España realiza las actividades necesarias para cumplir con las funciones que tiene asignadas en relación con el cuidado de la circulación de billetes, la garantía de una oferta segura y flexible de billetes que satisfaga la demanda de la sociedad, y la vigilancia y control de la integridad del billete de euro, su calidad y su autenticidad. Asimismo, el Banco debe asumir la cuota que le corresponde en la fabricación de los billetes en euros que se necesitan en el Eurosistema para hacer frente a las nuevas demandas de billetes y para reponer los que son retirados de la circulación por deterioro de su estado de uso.

Como resultado de los acuerdos del Eurosistema para la fabricación de billetes, el Banco de España fue responsable de la producción de un total de 885 millones de billetes de las denominaciones de 50, 20 y 5 euros.

La distribución y retirada de billetes ha mantenido la tendencia al alza de los últimos años

A lo largo del año, el Banco ha entregado a las entidades de crédito 2.567 millones de billetes, un 11,6% más que en el año anterior. Por su parte, los billetes retirados de la circulación en el ejercicio alcanzaron los 2.774 millones de billetes, mostrando un crecimiento anual del 10,7%. Es importante destacar, en este contexto, la importancia de la entrada de billetes procedentes de otros países de la zona del euro, ocasionada básicamente por los flujos turísticos, como uno de los elementos que da lugar a que el número de billetes de 10 y 20 euros ingresados en el Banco de España supere al de los billetes puestos en circulación, lo que se conoce como «emisión neta negativa».

El Banco trabaja en el desarrollo de acuerdos con el sector privado que faciliten y mejoren el sistema de custodia y distribución del efectivo en todo el país, intentando combinar los objetivos de calidad y autenticidad de los billetes en circulación con los de la eficiencia operativa y la gestión de costes.

Los billetes procesados en el Banco de España, es decir, aquellos sometidos a un proceso de recuento, verificación de autenticidad y revisión de su estado de uso, se cifraron en 2.593 millones, volumen ligeramente superior al del ejercicio anterior. Del total de billetes tratados, alrededor del 40% fue declarado como no apto para retornar a la circulación. Los billetes en mal estado de uso se destruyeron y fueron sustituidos por otros (nuevos o usados) que cumplieran estrictamente los estándares de calidad establecidos por el Eurosistema, para garantizar la legitimidad y calidad de los billetes en circulación. El Banco continúa su política de inversiones para dotarse de las más modernas tecnologías para el tratamiento automatizado de billetes y su recuento, revisión y control.

Respecto al «Marco europeo para el reciclaje de billetes en euros» del Eurosistema, en 2008 finalizó el proceso de adhesión de las entidades de crédito a las *Cláusulas Generales aplicables al servicio de caja ordinario del Banco de España*, que fueron publicadas en el *Boletín Oficial del Estado* a finales de 2006. Las *Aplicaciones Técnicas de efectivo* que desarrollan las *Cláusulas Generales* fueron actualizadas para introducir novedades en el ámbito de la información estadística sobre billetes que las entidades de crédito y otros profesionales en el manejo del efectivo deben remitir al Banco de España. También, para dar cumplimiento al referido Marco, se aprobó el funcionamiento de centros privados de tratamiento y reciclaje de billetes en Madrid, Barcelona, Sevilla y Valencia.

En cumplimiento de la función que tiene encomendada por cuenta del Tesoro Público, el Banco de España puso en circulación en 2008 monedas por valor de 1.165 millones y retiró monedas por importe de 266 millones.

#### 6.4 INSTRUMENTACIÓN DE LAS OPERACIONES DEL FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

Entre las medidas adoptadas por el Gobierno español en el marco de las líneas de actuación establecidas por el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) de la Unión Europea, con el fin de impulsar la financiación a las empresas y los ciudadanos por parte de las entidades financieras, se incluyó la creación, en octubre de 2008, de un denominado Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda y dotado inicialmente de 30 mm de euros, ampliables hasta 50 mm de euros.

La instrumentación del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros creado por el Gobierno ha sido asignada al Banco de España

La norma de creación del Fondo asignó al Banco de España la función de instrumentar sus operaciones y actuar como su agente y banco depositario. Para desarrollar esta tarea con la urgencia requerida, se creó en el Banco el Servicio de Apoyo a los Planes Especiales del Tesoro, encuadrado en la Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago.

El trabajo del Servicio se realiza en tres fases sucesivas. En primer lugar, se organiza la subasta entre las entidades de crédito interesadas en obtener financiación, que pueden formular pujas competitivas (que se adjudican a las que ofrezcan tipos de interés más elevados) y no competitivas (en cuya adjudicación se prima a las entidades que más hayan contribuido al crecimiento del crédito a familias y empresas no financieras). A continuación, se efectúa la liquidación de las operaciones de adquisición de los instrumentos financieros que se integran en el patrimonio del Fondo. Una vez constituida la cartera del Fondo, mediante las sucesivas adquisiciones de valores, el Servicio se ocupa de su administración y seguimiento.

Ya durante 2008 se celebraron una primera subasta de adquisición temporal de activos y una segunda subasta de adquisición de activos a vencimiento, liquidándose las correspondientes compras de valores y quedando constituidas ambas carteras.

## 7 Estadísticas

### 7.1 LA FUNCIÓN ESTADÍSTICA DEL BANCO DE ESPAÑA

La función estadística del Banco de España está enmarcada en su Ley de Autonomía y en el Plan Estadístico Nacional<sup>3</sup>. La Ley de Autonomía establece<sup>4</sup> 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. Desde la creación de la Unión Económica y Monetaria, son precisamente las tareas en el marco del BCE/SEBC las que, de forma progresiva, vienen aumentando la demanda de recursos dedicados a esta función.

Las principales estadísticas que elabora y difunde 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, aunque la información de base de alguna de las estadísticas incluidas en esos ámbitos procede de otros organismos supervisores —Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP)—. En el marco del Plan Estadístico Nacional (PEN) se elaboran y difunden 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 estas estadísticas 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.

Además, el Banco de España recopila, elabora y difunde, por medio de su Central de Balances, información sobre la situación patrimonial y los resultados de las sociedades no financieras, que se basan en cuestionarios cumplimentados voluntariamente por las empresas colaboradoras y en la explotación de 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 en Internet 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 producidas por el resto de las agencias y supervisores nacionales (INE, IGAE, ministerios, CNMV, DGSFP, etc.) y por los organismos internacionales como fuente de otro grupo de trabajos estadísticos que pone a disposición de los analistas del propio Banco y del público en general. Estas actividades se completan con la activa participación de representantes del Banco de España en los foros estadísticos internacionales (en el ámbito del SEBC, la Comisión Europea a través de Eurostat, el Comité Europeo de Centrales de Balances, FMI, BIS, OCDE, etc.), y con el mantenimiento de bases de datos que posibilitan el estudio de la evolución de las variables recopiladas.

### 7.2 PRINCIPALES NOVEDADES DURANTE 2008

Durante 2008 se ha llevado a cabo la actualización de las estadísticas a cargo del Banco de España, con los niveles de calidad normalmente aceptados, y su difusión en las fechas pre-anunciadas, de acuerdo con el calendario que se difunde en el sitio del Banco de España en Internet. Cada una de las actualizaciones aludidas incorpora las novedades y mejoras metodológicas de las que se informa en cada una de las publicaciones.

De entre los trabajos realizados, merecen destacarse los que se reseñan a continuación.

3. El Plan Estadístico Nacional se establece cada cuatro años (está en vigor el Plan 2005-2008) mediante un real decreto, según lo dispuesto en la Ley 12/1989, de la función estadística pública. 4. Artículo 7.5.f).

### 7.2.1 Estadísticas monetarias y financieras

Respecto de los trabajos que se llevan a cabo en el marco de las estadísticas monetarias y financieras relacionadas con las funciones a que se refiere la Ley de Autonomía, durante 2008 destacan:

- La *Circular 6/2008, de 26 de noviembre*, del Banco de España, ha modificado la información que deben remitir las entidades de crédito, por lo que se ha iniciado la adaptación de los procesos de elaboración estadística a dicha modificación.
- En el ámbito del envío de información al BCE, se ha trabajado en la elaboración de las estadísticas de los fondos de inversión que se deberán remitir al BCE a partir de febrero de 2009, con información desde diciembre de 2008, y se ha ampliado la información que, a partir de 2010, deberán remitir las instituciones financieras monetarias (IFM) sobre el crédito y sus operaciones de titulización, y los fondos de titulización sobre sus propias cuentas, para lo que se han llevado a cabo las correspondientes modificaciones en los reglamentos del BCE.
- Se ha continuado trabajando en la implantación de la Base de Datos Centralizada de Valores (CSDB), que se ha utilizado por vez primera para elaborar las estadísticas de los fondos de inversión.
- En el contexto de las turbulencias financieras, se ha contribuido a analizar y reflejar en los manuales estadísticos de la UE las ayudas que suministran las Administraciones Públicas a las instituciones financieras, para garantizar un registro homogéneo de dichas operaciones en el déficit y la deuda de las Administraciones Públicas, y se ha procedido a registrar estas operaciones en las estadísticas de las Administraciones Públicas españolas.

### 7.2.2 Estadísticas de Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional

Las principales novedades durante el año 2008 son las siguientes:

- Se ha continuado trabajando en la adaptación del sistema de información que se utiliza actualmente para elaborar la Balanza de Pagos a los cambios que le han afectado durante 2008 y a los que le afectarán a partir de 2009: principalmente, la elevación del umbral de declaración de operaciones transfronterizas hasta 50.000 euros a partir del 1 de enero de 2008, la entrada en funcionamiento de TARGET 2 y de otros sistemas de interconexión de los sistemas de liquidación de la zona del euro y el inicio de la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA).

Se ha adelantado 15 días la difusión de los datos de Balanza de Pagos

- Se ha adelantado 15 días la difusión de los datos mensuales de la Balanza de Pagos y se ha incrementado la frecuencia de sus revisiones, que son ahora trimestrales en lugar de anuales. Este nuevo calendario de difusión y revisión mejora la coherencia de los datos de la Balanza de Pagos con los de las Cuentas Financieras y los de la Contabilidad Nacional.
- Se han incorporado en la Posición de Inversión Internacional los datos de Posición de Inversión Directa del Registro de Inversiones, que gestiona la Dirección General de Comercio e Inversiones del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.

### 7.2.3 Situación patrimonial y resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances

En 2008, los principales trabajos se han relacionado con la adaptación de los sistemas de recogida de datos al Plan General de Contabilidad de 2007, tareas en las que, además, se ha perseguido el objetivo de reducir la carga informativa. En concreto, en colaboración con el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), la Dirección General del Registro y del Notariado



y el Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, se ha concluido el trabajo para crear los modelos de depósito de cuentas adaptados al Plan General de Contabilidad de 2007. Los modelos, que han sido publicados en el BOE el 28 de enero de 2009, disponen de una versión electrónica en lenguaje XBRL, cuya taxonomía se ha desarrollado también en 2008. Este trabajo se ha completado con la preparación del sistema de recogida de datos que permita el depósito electrónico en los Registros Mercantiles, para lo que se ha colaborado intensamente con estos.

Por otro lado, se han adaptado al nuevo Plan los cuestionarios que envían las empresas colaboradoras con su base de datos anual (que en 2008 nuevamente han recibido información de más de 9.000 empresas no financieras) y trimestral, que se remite a más de 1.000 empresas colaboradoras con esa periodicidad. En los nuevos cuestionarios se ha reducido el número de detalles adicionales respecto de los modelos oficiales de depósito que se solicitan a las empresas colaboradoras en ambas bases de datos. Por su parte, la colaboración con los Registros Mercantiles de España, en virtud de un acuerdo con el Colegio de Registradores de España, ha permitido seguir incorporando datos de más de 500.000 empresas.

En el ámbito internacional, la Central de Balances, en el marco del Comité Europeo de Centrales de Balances, ha presidido el grupo que mantiene la base de datos europea de cuentas consolidadas (ERICA), hace el seguimiento del proceso europeo de reducción de la carga informativa y estudia las bases de datos trimestrales existentes en las centrales de balances europeas.

### 7.3 OTROS TRABAJOS RELACIONADOS CON LA RECOGIDA, GESTIÓN Y DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN ESTADÍSTICA

Durante 2008 se han acometido diversos trabajos para mejorar la infraestructura de recopilación, intercambio y acceso de la información estadística del Banco de España. A una parte de estos trabajos se ha hecho referencia implícita o explícitamente en los apartados anteriores. En este apartado se recogen los que tienen un interés especial; en concreto:

- Se han instalado en el sitio del Banco de España en Internet nuevos formularios electrónicos para recoger información sobre transacciones con el exterior declaradas directamente por las empresas y personas físicas, a los que se irán añadiendo otros, hasta cubrir todos los actuales formularios en papel.
- Se ha preparado la infraestructura para instalar en el sitio en Internet del Banco de España un sistema de búsqueda que permita el acceso a la información estadística del Banco de España de forma más ágil que los sistemas existentes hasta ahora.

## 8 Servicio de Reclamaciones

Las reclamaciones se incrementaron un 30%, las consultas telefónicas un 76% y las telemáticas un 145%

Desde abril, la Oficina Virtual del Servicio de Reclamaciones permite gestionar las reclamaciones y consultas por vía telemática

El importante incremento de la actividad desarrollada ha sido la nota más destacada de este ejercicio para el Servicio de Reclamaciones. En su labor de atención a los usuarios de productos y servicios ofrecidos por las entidades financieras sometidas a la supervisión del Banco de España, ha registrado un incremento cercano al 30% en el número de reclamaciones y quejas presentadas por los ciudadanos. El aumento ha sido más acusado aún en las consultas efectuadas por los usuarios de servicios financieros, que ha sido de un 76% en las recibidas en el Centro de Atención Telefónica y de un 145% en las que han tenido entrada por vía telemática.

El día 18 de abril se puso en funcionamiento la Oficina Virtual del Servicio de Reclamaciones, a través de la cual los ciudadanos pueden presentar consultas y reclamaciones sin necesidad de desplazarse físicamente hasta una sucursal de esta Institución. Esta nueva vía de acceso al Servicio ha tenido una gran aceptación, y es cada vez más utilizada por el público, quien, además, puede consultar la fase de resolución en la que se encuentra la reclamación presentada.



Ha continuado la mejora en la presentación y en los contenidos de la información a través de la *Memoria* anual del Servicio y de los informes trimestrales, exponiendo los temas más reclamados o que suscitan más dudas, así como de los criterios de buenas prácticas, elaborados por el Servicio de Reclamaciones, que deben presidir la actuación de las entidades con sus clientes. La *Memoria* del pasado ejercicio incluye por vez primera un estudio comparativo de los distintos sistemas de resolución alternativa de disputas en Europa.

En el ámbito de proyección exterior del Servicio, se han incrementado su presencia y su participación activa en las reuniones internacionales que se celebran para tratar las cuestiones relacionadas con la protección del consumidor financiero. En el entorno europeo destaca su participación en el Comité de Dirección de FIN-NET, red europea de resolución extrajudicial de conflictos transfronterizos, de la que España es miembro fundador. En octubre de 2008, Madrid fue la sede de una de las reuniones anuales del Plenario de los miembros de FIN-NET. El Servicio participó en la «INFO'08», conferencia internacional de defensores del cliente de servicios financieros, celebrada a finales del mes de septiembre en Nueva York, y en el Seminario sobre Aspectos Legales de los Bancos Centrales, organizado por el Banco de Francia a principios de diciembre.

También se ha intensificado la labor de colaboración en el campo de la cooperación técnica, especialmente en el área latinoamericana, de la que es destacable la organización del «II Curso sobre Protección del Cliente Financiero», celebrado en la sede del Banco de España en junio, y en el que participaron representantes de superintendencias y organismos de protección del consumidor de numerosos países sudamericanos.

## 9 Comunicación externa

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.

### 9.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

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, pues ellos constituyen un eslabón clave en el mecanismo de transmisión de los mensajes a la ciudadanía. En esta línea, en 2008 se han organizado sesiones informativas para explicar cómo se instrumenta la financiación del BCE a las entidades, la evolución de la morosidad o las novedades introducidas por la Circular de solvencia, dentro del programa de formación para periodistas iniciado en 2004. Además, con el objetivo de dar difusión al trabajo de los distintos departamentos del Banco, se organizaron encuentros informativos para presentar los resultados de las memorias de Deuda Pública, en abril, o de la Central de Balances, en noviembre.

Además de estos encuentros regulares, durante 2008 cabe destacar la atención prestada por los medios de comunicación a otros actos, como la conferencia celebrada en abril para conmemorar el XX Aniversario del CEMFI, la presentación del Proyecto de Educación Financiera emprendido conjuntamente por el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en mayo, o la conferencia internacional «España en el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial: Cincuenta años de relación», organizada en diciembre conjuntamente por el Banco de España y el Ministerio de Economía y Hacienda.

También contaron con una amplia cobertura informativa la entrega de los premios Bernácer, en mayo, y Rey Juan Carlos de Economía, en diciembre; así como la presentación del primer Informe de FEDEA sobre inmigración, en octubre.

La compleja situación del sistema financiero internacional ha provocado en 2008 un aumento del interés mediático por las informaciones relacionadas con la actuación del Banco de España, lo que ha supuesto un importante incremento en la demanda de entrevistas por parte de los medios de comunicación. En conjunto, diversos representantes del Banco han concedido alrededor de una treintena de entrevistas (un 50% más que en el ejercicio anterior). Un número considerable de las entrevistas concedidas en 2008 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. Dentro de este plan, y continuando con la línea iniciada en 2007, la presentación de la *Memoria del Servicio de Reclamaciones* se realizó de forma simultánea en Madrid y en las sucursales de A Coruña, Barcelona, Bilbao, Sevilla y Valencia.

No obstante, como en ejercicios anteriores, la principal vía de comunicación de los puntos de vista del Banco respecto a la situación económica y el sistema financiero fueron sus publicaciones periódicas, como el *Informe Anual* o el *Boletín Económico*, y las intervenciones públicas de sus directivos. Además de las comparecencias periódicas del Gobernador ante el Congreso en junio para presentar el *Informe Anual* y ante las comisiones de Presupuestos del Congreso y del Senado en octubre, en 2008 los miembros de los órganos de gobierno del Banco participaron en 30 foros nacionales e internacionales.

## 9.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

### 9.2.1 La información al ciudadano

Las visitas al sitio del Banco en Internet crecieron un 25% respecto al año anterior

El compromiso del Banco de España de aportar información fiable a diversos públicos especializados y a los ciudadanos en general hace que el sitio en Internet constituya un canal de comunicación directo relevante por su eficiencia y coste. Las estadísticas de acceso muestran que el número de visitantes en 2008 ascendió a casi 2,4 millones, lo que supone un aumento del 25% respecto del año anterior. En cuanto a las páginas visualizadas por los usuarios, estas superaron los 22 millones, con un aumento de un 34% respecto de las consultadas en el ejercicio precedente. Esta cifra incluye los accesos al Portal del Cliente Bancario, que ascendieron a casi 2,5 millones en el mismo período.

En línea con las conclusiones del estudio realizado en el año 2007 para conocer las expectativas y demandas de los diferentes públicos objetivos que utilizan este canal, el Banco de España ha emprendido la reforma de su sitio en Internet para incorporar mejoras sustantivas en el soporte tecnológico, el diseño, la arquitectura, la usabilidad y la accesibilidad. El objetivo es permitir a los diferentes usuarios consultar la información que contiene de modo más acorde con sus necesidades.

Con independencia de esta reforma global, dentro del proceso permanente de ampliación y mejora de los contenidos y arquitectura del sitio del Banco de España en Internet, se han realizado 84 proyectos de mejora durante el año pasado, avanzándose en el proceso de traducción de determinados contenidos institucionales al inglés y a las lenguas cooficiales de las Comunidades Autónomas, para facilitar a los ciudadanos la navegación en catalán, gallego, valenciano y vasco.

En cuanto a las solicitudes telefónicas y por correo electrónico recibidas de los ciudadanos durante el ejercicio 2008, el Servicio de Información Estadística respondió a cerca de 10.200 requerimientos de información, siendo la información más solicitada la relacionada con los tipos de interés y los tipos de cambio. Por su parte, se tramitaron 6.361 consultas a través del Portal del Cliente Bancario, y 29.557 desde el Servicio de Reclamaciones (25.389 a tra-

vés del centro de llamadas, que ha sido reforzado en 2008, y 4168 por vía telemática), relativas a diversos aspectos de la relación de los ciudadanos con las entidades bancarias.

En línea con la vocación que el Banco de España tiene de acercarse a los diversos colectivos sociales, el Banco ha distribuido 117.500 folletos y 4.000 unidades de diversos materiales de carácter divulgativo, así como 12.000 unidades de productos informativos y educativos del Eurosistema y de la Comisión Europea, tanto por envío postal como en las visitas que, en Madrid o en la red de sucursales, se han recibido de profesionales, estudiantes, personas de la tercera edad y otros colectivos, como en las jornadas y conferencias que celebra el Banco.

Además, los ciudadanos han descargado desde el sitio en Internet 5.500 unidades de los folletos informativos del Banco de España mencionados en el párrafo anterior, y 4.200 unidades de los del Eurosistema, de las que 640 corresponden a descargas de un vídeo educativo producido por el Eurosistema.

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.

#### 9.2.2 Iniciativas educativas

Se ha puesto en marcha, junto con la CNMV, el Plan de Educación Financiera

El *Plan de Educación Financiera* es un proyecto conjunto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y del Banco de España, en el marco de la política integral de educación financiera impulsada por el Gobierno, cuyo propósito es mejorar el nivel de conocimiento de los usuarios actuales y futuros de servicios financieros.

El Plan se destina a todos los segmentos de población y cubrirá progresivamente todos los productos y servicios financieros. Por su ámbito y sus características, sigue los principios y recomendaciones de la OCDE y de la Comisión Europea, y busca el apoyo de las Administraciones Públicas competentes y de los diversos agentes sociales e institucionales.

Se trata de un proyecto plurianual, cuyo desarrollo se extenderá hasta el año 2012, con varios hitos importantes: el primero es el lanzamiento de una página web sobre educación financiera, que irá seguido de otras actuaciones, como la elaboración de materiales, la posible integración en el currículum escolar de los mismos y la realización de actuaciones concretas con ciertos segmentos de la población.

La página en Internet está en fase de producción, tras haberse adjudicado el contrato de servicios, estando ya concluidos los contenidos de la misma. Asimismo, se están ultimando diversas campañas dirigidas a jóvenes, inmigrantes y personas mayores, basadas en la producción de materiales específicos para cada segmento, que se distribuirán por los canales más efectivos para cada uno de ellos.

Durante su segundo año de vida, el Aula Virtual (el portal educativo para jóvenes creado con el objetivo de fomentar el conocimiento del Banco de España y difundir 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 360.000 páginas consultadas por 93.700 visitantes durante 2008, cifra que ha aumentado un 20% respecto de los que visitaron el portal en 2007.

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 emprende-

dor de los alumnos y ha despertado un creciente interés entre los centros escolares. En la segunda edición del mismo, celebrada durante el curso 2007-2008, han participado 1.799 estudiantes de 228 centros, frente a los 1.600 alumnos que compitieron en los 193 equipos de la primera edición.

En esta segunda edición del concurso escolar (dedicada al décimo aniversario del Banco Central Europeo, el Sistema Europeo de Bancos Centrales y el Eurosistema), los 228 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 Banco de España y el Eurosistema: diez años de estabilidad». Ganó el certamen el Instituto de Enseñanza Secundaria David Buján, de Cambre (A Coruña), que recibió el premio, consistente en ocho ordenadores portátiles, en el propio centro, de manos del Director de la Sucursal del Banco de España en A Coruña. Con posterioridad, el Gobernador, presidente del jurado, les entregó los diplomas acreditativos en la sede del Banco de España en Madrid.

El Banco de España publica los ensayos ganadores y hace una edición bilingüe cuando el centro envía la contribución, además de en castellano, en la lengua cooficial correspondiente.

En la actualidad, está en marcha la tercera edición del concurso, que se dedicará al décimo aniversario del euro, en el que se han inscrito 214 equipos, compuestos de 1.716 alumnos, en representación de todas las Comunidades Autónomas españolas.

Durante 2008 el Banco ha comenzado a desarrollar un juego educativo dirigido a alumnos que cursan los últimos ciclos de Primaria y a sus profesores, que se presentará a través de una sección del sitio en Internet, el próximo mes de junio, con objeto de que los profesores que deseen utilizarlo en sus clases puedan solicitar el envío de material para su uso en el curso 2009-2010.

El objetivo del proyecto es iniciar a los alumnos en el conocimiento del Banco de España y del Eurosistema a través de la función de emisión de moneda, enseñándoles las características de los billetes a través de un juego similar al *Trivial*, en el que los equipos se enfrentan a una serie de preguntas y problemas, cuya resolución —generalmente, numérica— requiere una transacción con billetes.

Además, como se indica en el epígrafe 4.2, el Banco ha iniciado en 2008 un programa de excelencia educativa, para financiar contrataciones de profesorado y proyectos de investigación económica.

### 9.2.3 Relaciones institucionales con el Banco Central Europeo

Durante 2008, el Banco de España llevó a cabo actividades de comunicación en el marco de su pertenencia al Sistema Europeo de Bancos Centrales (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 preparación de material educativo interactivo y de un concurso sobre temas financieros destinado a estudiantes de Bachillerato.

El Banco de España ha celebrado un conjunto de actos para conmemorar el décimo aniversario del BCE y del SEBC, a partir del 1 de junio de 2008, que han tenido continuidad en las primeras semanas de 2009, para enlazar con la celebración de los diez años de la creación del euro.

## **10 Organización y administración interna**

### **10.1 RECURSOS HUMANOS Y ORGANIZACIÓN**

La plantilla total del Banco es de 2.730 personas

La plantilla total del Banco de España, a 31 de diciembre de 2008, asciende a 2.730 personas, sin apenas variación respecto del año anterior (el número medio mensual de personal activo fue 2.727).

La presencia femenina continúa su tendencia ascendente de los últimos años, tanto en términos generales, donde su representación es del 37% del total, como en los puestos directivos, donde se ha alcanzado el 36,3%. Particularmente significativo es que en el colectivo de personal menor de 45 años el porcentaje de presencia femenina alcanza el 45%, por lo que las expectativas de cara al futuro en cuanto a equilibrio de la plantilla por género son altamente positivas.

La movilidad interna ha sido otro de los aspectos destacados en la gestión de recursos humanos. En términos absolutos, se han producido 322 movimientos, que representan un porcentaje del 12% sobre la plantilla fija media, y un incremento del 77% respecto del año 2007. Estos datos incluyen tanto los cambios de destino entre departamentos como los cambios de cometido y responsabilidad.

Con el objeto de incorporar al mundo laboral a profesionales con un mayor grado de formación, en el año 2008 se decidió comenzar con programas formativos diseñados para becarios y técnicos en prácticas del propio Banco.

Por otra parte, y en el ámbito de la formación interna, se dio continuidad a las acciones desarrolladas en años anteriores, complementándose con la incorporación al catálogo formativo de nuevos cursos, tales como «Mejora en la gestión de equipos» o el «Curso avanzado de instrumentos derivados». Asimismo, se realizó un mayor esfuerzo en la formación en atención al ciudadano en sucursales. En lo que se refiere al número de asistentes, en 2008 se ha producido un incremento de aproximadamente un 28% respecto al año anterior. Cabe destacar, adicionalmente, la participación de 29 miembros de otros bancos centrales nacionales. En cuanto al número de horas de formación, se han aumentado en un 2,3%, hasta alcanzar las 43,5 horas por empleado.

El Convenio Colectivo suscrito en 2008 ha representado un hito en las relaciones laborales, al haberse alcanzado un acuerdo por anticipado con cobertura para tres años —2008, 2009 y 2010—, lo que garantizará la estabilidad necesaria para el desarrollo de sus cometidos dentro del contexto económico actual. Entre sus puntos más relevantes se encuentra la continuidad de los avances en la conciliación de la vida personal y profesional, añadiendo nuevas medidas, entre las que destacan las mejoras en la flexibilidad horaria y otras como la ampliación de permisos retribuidos en función de los hijos menores de 12 años.

Por otra parte, se ha continuado con los proyectos destinados a facilitar a los empleados la gestión de recursos humanos a través de la Intranet, ganando en eficiencia mediante la simplificación de procedimientos.

### **10.2 ADMINISTRACIÓN E INMUEBLES**

En 2008 continuó la ejecución del ambicioso programa de renovación de las instalaciones y de adecuación de los inmuebles del Banco, tanto en los servicios centrales como en sucursales y residencias, que se viene realizando a lo largo de los últimos años.

En el complejo Cibeles se han iniciado las obras para la restauración y limpieza de las fachadas interiores del edificio Tradicional, que, junto con la tercera y última fase de restauración de la cubierta de cinc, cuyos trabajos continúan en este ejercicio, completarán en 2009 las labores que se han venido realizando para recuperar la calidad de la «piel» de este valioso inmueble.

En el interior de los edificios de este complejo se han finalizado la renovación, actualización y ampliación de las instalaciones de seguridad, y se ha iniciado la primera fase de ejecución del Plan Director de Integración Eléctrica, que constituye un ambicioso programa plurianual para la actualización y mejora de todas las instalaciones eléctricas del complejo, potenciando la seguridad, fiabilidad y calidad del suministro eléctrico.

Asimismo, con el inicio del ejercicio se puso en marcha el nuevo contrato de mantenimiento integral de las instalaciones del complejo Cibeles, que ha supuesto la reordenación y racionalización de los numerosos contratos parciales existentes hasta entonces, consiguiendo con ello mejorar la eficiencia de la gestión y una reducción de los costes.

En el complejo de Alcalá, 522 también se han realizado actuaciones para mejorar las condiciones de respuesta ante incendios, con la creación de sectores aislados frente al fuego y al humo, y se han completado las obras de acondicionamiento de la urbanización interior y la rehabilitación de las grandes fachadas de ladrillo del complejo.

En las sucursales se están desarrollando obras para la mejora de las instalaciones de protección contra incendios, se ha comenzado la renovación de las instalaciones generales, de acuerdo con las prioridades de un programa plurianual elaborado a partir de la auditoría técnica realizada en ejercicios anteriores, y se han reestructurado los contratos de mantenimiento, racionalizándolos y mejorando su eficiencia con el apoyo de unas bases técnicas específicas para cada inmueble. Asimismo, en 2008 se ha completado el programa de ejecución de garajes para vehículos blindados, en todas aquellas en que ha sido materialmente posible.

#### 10.3 GESTIÓN DOCUMENTAL CORPORATIVA

La aprobación en 2007 de la «Ley 11/2007, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos», que reconoce como derecho de los ciudadanos la relación electrónica con las Administraciones Públicas y obliga a estas a adaptarse para que todos sus servicios sean accesibles electrónicamente antes del 31 de diciembre de 2009, ha supuesto el impulso definitivo para las iniciativas de la administración electrónica y el sistema de gestión de documentos en el Banco de España.

En enero de 2008 se puso en marcha el proyecto de «Extensión Funcional de la Gestión Documental Corporativa del Banco de España», cuyo objetivo es el «estudio de definición de las soluciones necesarias para implantar la administración electrónica en el Banco de España e implantación de la Gestión Documental en los procesos que canalizan las relaciones con los ciudadanos». Este proyecto supone el marco general a partir del cual el Banco realizará su adaptación a la Ley a través de la integración de los procesos y servicios de administración electrónica en los sistemas de gestión documental corporativos. Se ha elaborado un plan de puesta en marcha, que incluye diferentes proyectos y líneas de actuación, y se ha realizado el inventario de 76 procedimientos administrativos afectados directamente por la aplicación de la Ley 11/2007.

#### 10.4 SISTEMAS DE INFORMACIÓN Y PROCESOS

El ejercicio 2008 se ha caracterizado por una gran actividad, tanto por el número de proyectos (86) como por las 2.174 peticiones de trabajo recibidas y las 2.096 resueltas por las distintas unidades del Departamento de Sistemas de Información y Procesos.

Se ha trabajado intensamente en los principales proyectos informáticos del Eurosistema

Destacan especialmente los proyectos relacionados con Europa y el Eurosistema, y entre estos:

- La incorporación, en enero, del sistema financiero español al «SEPA de los ciudadanos» obligó a adaptar todo el sistema de transferencias del Banco a los nuevos formatos de ficheros, transacciones y requisitos fijados.

- La incorporación del Banco a TARGET2 provocó importantísimos cambios en el sistema de liquidación del Banco.

Durante el año 2008 se ha trabajado intensamente para adquirir un mayor peso en los principales proyectos informáticos que el Eurosistema está desarrollando actualmente y hacer que el Banco se convierta en proveedor de servicios informáticos para el resto de bancos centrales. Este esfuerzo ha dado lugar a que el Banco vaya a participar ya activamente en el desarrollo y construcción de dos proyectos:

- TARGET2-Securities: se han asignado al Banco de España el diseño y el desarrollo del LCMM, módulo de gestión del ciclo de vida (del servicio de liquidación de valores a las Centrales Depositarias de Valores y a sus participantes), y se le ha designado miembro del Comité de Seguridad Informática.
- CCBM2 (gestión de los activos de garantía por los bancos centrales): el Banco es responsable del desarrollo de los módulos de operaciones *repos* y de las pruebas del nuevo sistema de provisión de crédito con garantía dado por los bancos centrales del Eurosistema.

En el mismo sentido, se ha estado trabajando para lograr en 2009 una notable participación en proyectos muy relevantes para el Eurosistema, como son:

- MOP (Plataforma de Operaciones de Mercado), que se encuentra en fase de primeros análisis.
- ESI (Interfaz Único del Eurosistema), despliegue de una plataforma de acceso para el sistema financiero a los servicios facilitados por el Eurosistema, cuya coordinación de la fase de preparación está llevando el Banco de España junto con el Banco Central Europeo.
- IAM (Gestión de Identidades y Accesos), servicios de seguridad de acceso de usuarios internos y externos al Eurosistema, dividido en cuatro subproyectos. El Banco participa activamente en dos para la definición de los requisitos funcionales y el documento de arquitectura.

Los programas de reordenación de sistemas aplicativos de usuario han tenido un fuerte impulso a lo largo del año 2008. Dada su complejidad, no es posible abordarlos en un solo año:

- La reordenación de la Central de Balances (nueva plataforma tecnológica para el tratamiento del sector no financiero de la economía española, potenciando el canal web de comunicación y los sistemas analíticos de elaboración de estudios) vio su fin durante este año, si bien será necesario realizar durante 2009 el seguimiento y el ajuste final de los sistemas puestos en marcha.
- 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 SIGAS, Sistema Integrado de Gestión de la Actividad Supervisora, que permite el establecimiento de un marco común de trabajo para toda la Dirección General) y la optimización de procesos de la Dirección General de Regulación, basada en el plan de optimización de procesos elaborado en 2005 (creación de nuevas aplica-



ciones —tres— y la modificación de otras más, potenciando igualmente la obtención de información al ciudadano y la gestión de trámites vía web), han avanzado notablemente a lo largo de 2008, aunque el gran número de proyectos implicados hace que sea necesario continuar su desarrollo e implantación durante los próximos años.

- Se ha concluido la adaptación de los sistemas informáticos a la nueva normativa reguladora (Basilea II y regulación contable), donde se ha continuado con la implantación progresiva del estándar XBRL.

Se ha aumentado la capacidad de los dos ordenadores centrales, según los planes establecidos, necesaria para absorber la demanda de proceso por parte de los nuevos desarrollos (implantación de TARGET2, migración a una nueva tecnología de bases de datos, nueva contabilidad...).

La complejidad creciente de las redes de comunicaciones obliga a un cambio constante de estas infraestructuras. Durante 2008 se han llevado a cabo varias actuaciones en la conectividad con redes externas:

- La interconexión con la red existente entre los bancos centrales de Alemania, Francia e Italia), que permite la integración plena de los equipos locales asignados al Proyecto TARGET2-Securities con los de los otros tres bancos centrales nacionales involucrados.
- La creación de dos nuevos canales de comunicación de acceso a las aplicaciones corporativas desde otras redes: la nueva red privada del Banco de España para acceso a entidades y la conexión con la Intranet administrativa del Ministerio de Administraciones Públicas.
- La conectividad directa a Internet del edificio de Alcalá, 48, para que actúe como respaldo ante contingencias de la del edificio de Alcalá, 522, proyecto que incluye también la posibilidad para los usuarios de Internet de acceder a funciones de las aplicaciones corporativas del Banco de España con mecanismos robustos, seguros y de firma electrónica.

También se ha continuado la mejora de la nueva infraestructura de desarrollo y ejecución de aplicaciones, con la que está siendo posible el uso de nuevas tecnologías y entornos gráficos, y se están facilitando la integración y la colaboración de procesos entre las distintas plataformas en las que trabajan el Banco de España y el Eurosistema en su conjunto.

En 2008 se han migrado a Office 2007 aproximadamente el 50% de los puestos de trabajo del Banco y, dentro del plan de renovación de equipos, se han sustituido 1.115 equipos, entre ordenadores, monitores e impresoras.

El Centro de Atención al Usuario (CAU), que año tras año sigue atendiendo un mayor número de llamadas e incidencias atendidas, con un alto nivel de satisfacción de los usuarios, ha sido complementado con un Servicio de Atención Especializada con horario continuo.

En relación con la Continuidad de Negocio, se aprobó la Circular Interna 5/2008, y se ejecutó el Plan de Pruebas de 2008, que se cerró con un total de 20 jornadas de pruebas, en las que se comprobó la reanudación de 118 procesos sobre 121 probados. Se ha participado en la

elaboración del Marco Común de Continuidad de Negocio del Eurosistema, cuya aprobación se espera en breve, y en el Plan Nacional de Continuidad de Negocio del Sector Financiero, aprobado en noviembre.

#### 10.5 INTERVENCIÓN GENERAL

Se ha completado  
la implantación del sistema  
de gestión del riesgo operativo

En el ejercicio 2008 se aprobó la correspondiente normativa que establece formalmente el sistema de gestión del riesgo operativo y se finalizó su proceso de implantación, con lo que dicho sistema ya está operativo y se extiende a todas las áreas y funciones del Banco.

Debido a los numerosos cambios que se han producido en la contabilidad del Banco desde su incorporación al Sistema Europeo de Bancos Centrales, se ha aprobado la Circular Interna 9/2008, que establece el nuevo sistema contable del Banco, fija sus objetivos, las características de la información contable, los principios contables básicos, los criterios de reconocimiento y normas de valoración, y el nuevo cuadro de cuentas. Por lo que se refiere al nuevo sistema informático que gestionará la contabilidad, prácticamente ha concluido su desarrollo, y su implantación está prevista para el mes de marzo de 2009.

A lo largo del ejercicio se ha perfeccionado el sistema de contabilidad analítica, mejorando los criterios de asignación de costes con el fin de conocer con mayor precisión el de las distintas funciones que realiza el Banco, todo ello en el marco de la Metodología Común de Costes, establecida en el Eurosistema.

En lo relativo a la presencia internacional, se ha reforzado la influencia del Banco en las áreas de contabilidad y riesgo operacional de los bancos centrales mediante la organización de cursos y seminarios sobre dichas materias. Asimismo, se ha mantenido una presencia muy activa en la implantación de la metodología de riesgo operacional en el Eurosistema y en la copresidencia, junto a la FED de Filadelfia, del Grupo de Trabajo Internacional de Riesgo Operativo, que ya agrupa a más de 30 miembros de banca central de todo el mundo.

#### 10.6 SERVICIO CENTRALIZADO DE CONTRATACIÓN

El 1 de enero de 2008 entró en vigor la Circular Interna 3/2007, de reglas públicas de contratación del Banco de España, así como otra normativa interna complementaria.

La nueva reglamentación está alineada con las prácticas de los Bancos Centrales del Eurosistema y garantiza que en los procedimientos de contratación se cumplen los principios de competencia, igualdad de trato, no discriminación, reconocimiento mutuo, proporcionalidad, transparencia y publicidad.

El Servicio Centralizado de Contratación ha iniciado en el año 2008 la tramitación centralizada de las licitaciones, estableciendo procedimientos para los procesos de solicitud de tramitación de proyectos de contratación, modificación de contratos y prórroga de los mismos. Conjuntamente con el Departamento Jurídico, se han desarrollado nuevos pliegos de cláusulas particulares para las contrataciones de obras, bienes y servicios. Igualmente, se ha colaborado activamente con otros departamentos del Banco para que la implantación de la nueva normativa sea eficiente y efectiva.

Se ha realizado 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 en Internet del Banco de España. En esta última se ha incorporado una sección de contrataciones, que da cobertura al perfil del contratante y que incluye la Circular Interna 3/2007 y los apartados de «Contrataciones en fase de licitación», «Contrataciones adjudicadas» y «Otra información de interés». Los pliegos de cláusulas particulares y de prescripciones técnicas de los proyectos de contratación están disponibles para consulta y descarga en formato pdf. Existe un buzón de correo

electrónico para envío de consultas, que ha recibido un numeroso volumen de ellas a lo largo del año.

Durante este año, el Servicio Centralizado de Contratación ha participado en las actividades de la Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema, colaborando en la elaboración del primer conjunto de buenas prácticas en contratación. La Oficina de Coordinación de Adquisiciones del Eurosistema ha desarrollado un plan de adquisiciones conjuntas para el año 2009 y se han formado cuatro grupos de trabajo para estudiar futuras adquisiciones conjuntas. El Banco de España participa en un proyecto de adquisición conjunta y en los cuatro grupos de trabajo.

#### 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 de Auditoría Interna (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 ha de 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 a 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 2008, 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; seguridad de los sistemas de información automatizados; arqueo de las reservas estratégicas depositadas por el Banco Central Europeo; sistema de depósitos auxiliares; Central de Información de Riesgos del Banco de España; mantenimiento y obras; Archivo General del Banco de España; Biblioteca del Banco de España; segunda serie de billetes en euros; base de datos centralizada de valores; gestión de las reservas exteriores del Banco Central Europeo; mantenimiento y operativa de las infraestructuras y sistemas de tecnologías de la información; operativa de TARGET2 y de las sucursales de Tenerife, Las Palmas, Badajoz, Ceuta, Sevilla, Murcia y Palma. 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 2008

## 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 de 6 de abril), comprenden el balance, la cuenta de resultados y la memoria explicativa. Conforme a lo previsto en el mencionado artículo, dichas cuentas han sido elaboradas siguiendo las orientaciones e instrucciones contables del Banco Central Europeo (BCE)<sup>1</sup>, establecidas en virtud del artículo 26.4 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), sobre armonización de principios y prácticas contables del Eurosistema. En los casos no regulados por las normas contables del Eurosistema, el Banco de España aplica su propia normativa interna, basada en los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central.

Las cuentas anuales del Banco de España, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, han sido sometidas 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 establece 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 2007 se presentan únicamente para facilitar su comparación con las de 2008. A estos efectos, hay que señalar que se ha reordenado la información de 2007 relativa a la cartera de valores a vencimiento del Banco de España y a algunas partidas pendientes de aplicación, tal y como se detalla en las correspondientes notas explicativas. 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 2008. En su apartado 2 se presenta el balance y la cuenta de resultados a 31.12.2008; en el 3, la memoria explicativa, con la normativa contable que ha servido de marco de referencia para su elaboración y las notas explicativas sobre los aspectos más relevantes del balance y de la cuenta de resultados. En el apartado 4, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 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 los importes del mismo.

Finalmente, en los anejos 1 y 2 se acompañan los informes emitidos por los auditores externos y por la Comisión de Auditoría del Banco de España respecto a las cuentas anuales presentadas en los apartados que les preceden.

---

1. Orientación del Banco Central Europeo de 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 2008

En millones de euros

	NÚMERO NOTA	2008	2007
<b>ACTIVO</b>			
<b>1 Oro y derechos en oro</b>	<b>1</b>	<b>5.627,29</b>	<b>5.144,72</b>
<b>2 Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>		<b>8.378,73</b>	<b>7.498,45</b>
2.1 Activos frente al FMI	2	867,67	589,64
2.2 Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	7.511,06	6.908,81
<b>3 Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	<b>4</b>	<b>8.940,60</b>	<b>2.579,16</b>
<b>4 Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>		<b>2.929,01</b>	<b>4.973,86</b>
4.1 Depósitos, valores y préstamos	5	2.929,01	4.973,86
4.2 Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
<b>5 Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>6</b>	<b>92.576,70</b>	<b>71.373,51</b>
5.1 Operaciones principales de financiación		22.168,90	57.247,89
5.2 Operaciones de financiación a más largo plazo		70.284,55	14.123,44
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		60,25	2,18
<b>6 Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>7</b>	<b>2,15</b>	<b>1,91</b>
<b>7 Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	<b>8</b>	<b>75.903,94</b>	<b>69.696,51</b>
<b>8 Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	<b>9</b>	<b>5.248,92</b>	<b>5.832,38</b>
<b>9 Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>10</b>	<b>4.786,88</b>	<b>4.786,88</b>
9.1 Participación en el capital del BCE		437,71	437,71
9.2 Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		4.349,18	4.349,18
9.3 Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		—	—
9.4 Otros activos intra-Eurosistema (neto)		—	—
<b>10 Partidas en curso de liquidación</b>		<b>0,77</b>	<b>0,85</b>
<b>11 Otros activos</b>		<b>4.592,75</b>	<b>3.340,39</b>
11.1 Inmovilizado material e inmaterial	11	235,85	229,93
11.2 Otros activos financieros	12	49,57	51,39
11.3 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	13	620,86	103,38
11.4 Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	14	2.430,26	1.795,09
11.5 Diversos	15	1.256,21	1.160,59
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>208.987,73</b>	<b>175.228,63</b>

	NÚMERO NOTA	2008	2007
<b>PASIVO</b>			
<b>1 Billetes en circulación</b>	<b>16</b>	<b>76.018,16</b>	<b>67.612,95</b>
<b>2 Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro en relación con operaciones de política monetaria</b>	<b>17</b>	<b>54.314,92</b>	<b>52.320,79</b>
2.1 Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		24.136,03	38.327,45
2.2 Facilidad de depósito		30.106,40	215,00
2.3 Depósitos a plazo		—	13.775,00
2.4 Operaciones temporales de ajuste		—	—
2.5 Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		72,49	3,34
<b>3 Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>		<b>—</b>	<b>—</b>
<b>4 Certificados de deuda emitidos</b>		<b>—</b>	<b>—</b>
<b>5 Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>		<b>20.544,59</b>	<b>20.355,60</b>
5.1 Administraciones Públicas	18	18.770,52	18.030,35
5.2 Otros pasivos	19	1.774,07	2.325,25
<b>6 Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	<b>20</b>	<b>172,27</b>	<b>157,98</b>
<b>7 Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>		<b>1,47</b>	<b>1,24</b>
<b>8 Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>		<b>71,85</b>	<b>117,03</b>
8.1 Depósitos y otros pasivos	21	71,85	117,03
8.2 Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		—	—
<b>9 Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	<b>22</b>	<b>330,12</b>	<b>320,92</b>
<b>10 Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>23</b>	<b>42.046,77</b>	<b>21.141,50</b>
10.1 Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		7.125,42	17.903,61
10.2 Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		34.921,35	3.237,89
<b>11 Partidas en curso de liquidación</b>	<b>24</b>	<b>246,64</b>	<b>239,89</b>
<b>12 Otros pasivos</b>		<b>491,58</b>	<b>578,85</b>
12.1 Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	25	—	—
12.2 Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	26	220,16	293,32
12.3 Diversos	27	271,42	285,53
<b>13 Provisiones</b>	<b>28</b>	<b>4.847,66</b>	<b>4.005,81</b>
<b>14 Cuentas de revalorización</b>	<b>29</b>	<b>5.811,51</b>	<b>4.371,09</b>
<b>15 Capital y reservas</b>		<b>2.000,00</b>	<b>2.000,00</b>
15.1 Capital	30	1.000,00	1.000,00
15.2 Reservas	31	1.000,00	1.000,00
<b>16 Beneficio del ejercicio</b>	<b>32</b>	<b>2.090,19</b>	<b>2.004,98</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>		<b>208.987,73</b>	<b>175.228,63</b>




	NÚMERO NOTA	2008	2007
1 Ingresos por intereses	1	6.207,26	5.060,38
2 Gastos por intereses	2	2.873,86	2.177,94
<b>3 Ingresos netos por intereses (1 - 2)</b>		<b>3.333,41</b>	<b>2.882,43</b>
4 Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	108,62	1.745,19
5 Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	16,13	529,44
6 Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio	5	319,99	1.688,56
<b>7 Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos (4 - 5 - 6)</b>		<b>-227,50</b>	<b>-472,81</b>
8 Ingresos por honorarios/comisiones		23,33	19,09
9 Gastos por honorarios/comisiones		11,04	7,27
<b>10 Ingresos netos por honorarios/comisiones (8 - 9)</b>	<b>6</b>	<b>12,29</b>	<b>11,82</b>
11 Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones	7	144,71	9,68
12 Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios	8	-684,56	37,25
13 Otros ingresos y quebrantos	9	-4,35	-22,95
<b>14 TOTAL INGRESOS NETOS (3+7+10+11+12+13)</b>		<b>2.573,99</b>	<b>2.445,42</b>
15 Gastos de personal	10	223,63	211,10
16 Gastos en bienes y servicios	11	132,80	113,98
17 Amortización del inmovilizado	12	23,35	20,12
18 Costes de producción de billetes	13	65,08	70,95
19 Otros gastos		2,28	2,35
<b>20 TOTAL GASTOS OPERATIVOS (15 + 16 + 17 + 18 + 19)</b>		<b>447,15</b>	<b>418,49</b>
21 Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones	14	36,65	21,95
<b>22 BENEFICIO DEL EJERCICIO (14 - 20 - 21)</b>	<b>15</b>	<b>2.090,19</b>	<b>2.004,98</b>

V.º B.º  
El Gobernador,



MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ

El Interventor General,



ANTONIO ROSAS

### 3 Memoria explicativa

#### 3.1 Normativa contable

##### 1 PRINCIPIOS BÁSICOS

Para la elaboración de las cuentas anuales se han aplicado los principios contables de: realidad económica y transparencia, empresa en funcionamiento, prudencia, registro de acontecimientos posteriores al cierre, importancia relativa, devengo y consistencia y comparabilidad.

##### 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 adquisición<sup>2</sup>, determinado por el efectivo satisfecho, incluidos todos los gastos inherentes a la operación.

El coste de las ventas se obtiene aplicando el método LIFO diario. En el caso de que el efectivo a desembolsar o a 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, posteriormente, se van abonando 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 realizadas, igualmente, desde su fecha de liquidación. Por su parte, las operaciones de compraventa de divisas a plazo se contabilizarán 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 el 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 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 dos carteras de valores diferenciadas: una cartera de valores de negociación y otra cartera de valores a vencimiento.

En ambos 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 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 no se efectúa ningún proceso periódico de valoración, exceptuando el reconocimiento, en su caso, de la pérdida de valor por deterioro del emisor.

Las primas, descuentos y cupones devengados y no vencidos son objeto de la periodificación correspondiente, empleando para su cálculo la tasa interna de rendimiento de cada código-valor. 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 de «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.

#### 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 al balance y 5 a 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

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 (es decir, sean activos no financieros en propiedad del Banco que se espere utilizar durante un plazo superior a 12 meses y que contribuyan directa o indirectamente al cumplimiento de los objetivos de la entidad y/o a la generación probable de ingresos en el futuro, y además sea posible una valoración fiable de su coste), no superen, en general, el importe de 600 euros (6.000, en el caso de edificios, construcciones e instalaciones), aunque pueden existir excepciones justificadas.

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, tesoro y patrimonio 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 2008 han sido los siguientes:

	Coefficiente 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 procesamiento de información	25	4
Elementos de transporte. Coches y motos	25	4
Elementos de transporte. Camiones y autocares	10	10
Bibliotecas	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 euro desde el 1 de enero de 2002<sup>3</sup>. El valor total de los billetes euro en circulación se contabiliza asignando a cada banco central del Eurosistema, el último día hábil de cada mes, un importe en función de su clave de asignación de billetes<sup>4</sup>.

Al BCE se le ha asignado una participación del 8% del valor total de billetes 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 euro asignados a cada BCN de acuerdo con la clave de asignación de billetes y el valor de los billetes euro que, de hecho, pone en circulación da lugar a la aparición de saldos intra-Eurosistema remunerados. Estos activos o pasivos, que devengan intereses<sup>5</sup>, se muestran en el epígrafe «Cuentas intra-Eurosistema.—Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes en euros en el Eurosistema» (véase «Cuentas intra-Eurosistema» en este apartado sobre normativa contable).

Desde 2002 hasta 2007, los saldos intra-Eurosistema derivados de la asignación de billetes euro 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 determinan teniendo en cuenta las diferencias entre el importe medio de billetes en circulación de cada BCN en el período de referencia establecido<sup>6</sup> y el importe

<sup>3</sup>. Decisión del Banco Central Europeo de 6 de diciembre de 2001, sobre la emisión de billetes euro (BCE/2001/15), DOL 337, 20.12.2001, con sus modificaciones. <sup>4</sup>. Se denomina «clave de asignación de billetes» a la que resulta de aplicar un 92% a la clave de participación en el Eurosistema. <sup>5</sup>. 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 hasta el 2007, inclusive (BCE/2001/16), DOL 337, 20.12.2001, con sus modificaciones posteriores. <sup>6</sup>. Se considera un período de 24 meses, comenzando 30 meses antes de la fecha de introducción del efectivo en euros.

medio de billetes que les habrían sido asignados durante ese período según su clave en el capital del BCE. Los ajustes se fueron reduciendo anualmente hasta el final de 2007. No obstante, este mecanismo también se ha aplicado en el caso de nuevos Estados miembros que han adoptado el euro, de forma que se calcula el importe de compensación que le corresponde a cada uno de ellos según el método de cálculo mencionado. Este importe se reduce paulatinamente 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 euro que tiene asignados, estos ingresos pertenecen a los bancos centrales nacionales 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 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 en que incurre el BCE en la emisión y manejo de billetes euro.

#### Cuentas intra-Eurosistema

La participación del Banco de España en el capital del BCE, la contrapartida de las reservas transferidas a este y el saldo neto resultante de las transferencias emitidas y recibidas por TARGET2<sup>7</sup> entre los bancos centrales nacionales del SEBC, incluido el BCE, dan lugar a cuentas intra-Eurosistema. También dan lugar a este tipo de cuentas los saldos frente al BCE provenientes de la asignación de billetes euro 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 euro en el Eurosistema se incluyen como activo o pasivo en el epígrafe «Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema», dependiendo de cuál sea su saldo neto (véase «Billetes en circulación» en este apartado sobre normativa contable).

#### Reconocimiento de ingresos y gastos

Los ingresos y gastos se registran en el período en el que se devengan.

Las ganancias realizadas y las pérdidas realizadas y 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 el 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.

---

7. Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.



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 a 1.2.1986, 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.

#### Posiciones registradas fuera de balance<sup>8</sup>

La posición a plazo en moneda extranjera, formada por las operaciones a plazo en divisas y por la parte a plazo de las operaciones *swaps* de divisas, se incluye en la posición neta en moneda extranjera para calcular las pérdidas y ganancias por tipo de cambio.

Con carácter general, las pérdidas y ganancias derivadas de posiciones registradas 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. En el caso de futuros denominados en moneda extranjera, las citadas liquidaciones afectarán a la posición en divisas en el día en que se produzcan.

#### Acontecimientos posteriores al cierre del balance

Los activos y pasivos se ajustan para reflejar los acontecimientos que tengan lugar entre la fecha del balance anual y la fecha en la que el Consejo de Gobierno formula los estados financieros, si tales acontecimientos afectan de forma significativa a la situación de aquellos.

#### Otras cuestiones

Teniendo en cuenta la naturaleza del Banco de España como banco central, se considera que la publicación de un estado de flujos de tesorería no proporcionaría información adicional relevante a los destinatarios de los estados financieros.

### 3.2 Notas explicativas al balance

#### 1 ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro a cierre del ejercicio se elevan a 5.627,29 millones de euros, equivalentes a 9,054 millones de onzas troy<sup>9</sup> de oro fino, valoradas a 621,54 euros por onza. El valor de dichas tenencias es superior en 482,57 millones de euros al de 2007, como consecuencia del aumento del precio de mercado (al cierre de 2007, la onza cotizaba a 568,24 euros).

<sup>8</sup>. La posición neta resultante de las operaciones a plazo y *swaps* con divisas, así como las diferencias de valoración por tipo de cambio generadas por dicha posición, se reflejan dentro del balance en el epígrafe 11.3 del activo o en el 12.1 del pasivo, de acuerdo con su signo. <sup>9</sup>. Cada onza troy es equivalente a 31,1035 gramos.

2 ACTIVOS EN MONEDA  
EXTRANJERA FRENTE A NO  
RESIDENTES EN LA ZONA  
DEL EURO.—ACTIVOS FRENTE  
AL FMI

Este epígrafe está integrado por tres componentes:

- a) La posición en el Fondo Monetario Internacional (FMI) en el tramo de reservas. Representa el contravalor en euros de los DEG correspondientes a las divisas cedidas al FMI, bien por la participación inicial de España en dicho organismo y por las sucesivas ampliaciones de 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 el compromiso de contribuir a dicho Servicio hasta un importe de 425 millones de DEG.

Su composición en ambos ejercicios es la siguiente:

En millones de euros				
Tipo de activo	2008	2007	Variación	
Posición en el tramo de reservas	466,58	217,00	249,58	
Derechos especiales de giro (por asignaciones)	160,10	250,74	-90,64	
Otros activos frente al FMI	240,99	121,91	119,09	
<b>TOTAL</b>	<b>867,67</b>	<b>589,64</b>	<b>278,03</b>	

En conjunto, el valor de los activos frente al FMI aumentó en 278,03 millones de euros respecto a su saldo a final de 2007.

El aumento que se produce en la cuenta de la posición en el tramo reservas (249,58 millones de euros) es debido, básicamente, a las aportaciones netas efectuadas por el Banco de España al FMI correspondientes a préstamos concedidos a terceros países (Turquía, Pakistán, Letonia y Ucrania). Del mencionado aumento, 236,57 millones se deben al incremento neto de los importes en divisas, y el resto, 13,01 millones, a 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 2008 no tuvo lugar ninguna modificación, manteniéndose en 3.048,90 millones de DEG.

La disminución que se produce en la cuenta de los derechos especiales de giro (por asignaciones) de 90,64 millones de euros se ha debido al descenso de los importes en divisas (95,10 millones), compensado en parte (4,46 millones de euros) por la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado.

El aumento en la cuenta Otros activos frente al FMI (119,09 millones de euros) es debido a las aportaciones efectuadas por el Banco de España al programa PRGF III del FMI. Del mencionado aumento, 112,37 millones de euros se deben al aumento neto de los importes en divi-

sas, y el resto, 6,72 millones, a la variación registrada entre los dos ejercicios en los tipos de cambio de mercado.

Los DEG aparecen valorados al tipo de mercado de fin de año, calculado por el BCE para todos los bancos centrales nacionales del Eurosistema, de 1€ = 0,905141 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 3,50% 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 con vencimiento determinado que el Banco de España tiene intención de mantener hasta su vencimiento.

El 31 de diciembre de 2008 se incluyó en este epígrafe la cartera a vencimiento del Banco de España de valores en moneda extranjera frente a no residentes en el área del euro, que hasta esta fecha se recogía en el epígrafe 11.2 del activo «Otros activos financieros», de acuerdo con lo establecido en la Orientación del BCE de 11 de diciembre de 2008 (BCE/2008/21). Las cifras correspondientes a 2007 han sido ajustadas para reflejar la reclasificación de dicha cartera.

Su importe total a 31.12.2008 se eleva a 7.511,06 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros				
Tipo de activo	2008	2007	Variación	
Depósitos	95,69	492,29	-396,60	
Valores	7.413,75	6.416,22	997,53	
Cartera de negociación	3.374,09	2.667,19	706,91	
Cartera a vencimiento	4.039,65	3.749,03	290,63	
Otros	1,62	0,31	1,31	
TOTAL	7.511,06	6.908,81	602,25	

A 31 de diciembre de 2008, el 99,94% 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 € = 1,3917 \$ USA).

El aumento del saldo de este epígrafe (602,25 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	79,09
Por la variación de los tipos de cambio de mercado a 31 de diciembre	409,85
Por la variación del precio de mercado de los valores a 31 de diciembre	92,38
Por la variación de los intereses a cobrar no vencidos	20,72
Otras causas	0,21
TOTAL	602,25

4 ACTIVOS EN MONEDA  
EXTRANJERA FRENTE  
A RESIDENTES EN LA ZONA  
DEL EURO

Esta rúbrica del balance puede incluir cuentas corrientes, depósitos y valores. A 31.12.2008, se mantenían depósitos en instituciones financieras monetarias en dólares USA por un contravalor de 718,55 millones de euros. El saldo a fin de año recoge, asimismo, el activo surgido de las compras temporales con compromiso de reventa realizadas con las entidades de crédito del Eurosistema, por 8.222,03 millones de euros, en relación con el programa para proporcionar liquidez a corto plazo en dólares USA («US dollar Term Auction Facility»). Bajo este programa, la Reserva Federal proporcionó dólares al BCE, mediante un acuerdo de divisas recíproco de carácter temporal (línea *swap*), con el objeto de ofrecer dólares USA a corto plazo a las entidades de crédito del Eurosistema. Simultáneamente, el BCE realizó *swaps* con los bancos centrales nacionales del Eurosistema, que utilizaron esos fondos para hacer frente a las necesidades de liquidez en dólares de las entidades del Eurosistema en forma de *repos*, recibiendo en garantía de las entidades valores denominados en euros. Estos *swaps* entre el BCE y los bancos centrales nacionales del Eurosistema originan unos saldos intra-Eurosistema, registrados en el epígrafe «Otros pasivos con el Eurosistema (neto)».

5 ACTIVOS EN EUROS FRENTE  
A NO RESIDENTES EN LA ZONA  
DEL EURO.—DEPÓSITOS,  
VALORES Y PRÉSTAMOS

Recoge el saldo de cuentas corrientes a la vista en corresponsales y los valores de la cartera de negociación y a vencimiento denominados en euros. La cartera a vencimiento está formada por valores de renta fija con vencimiento determinado que el Banco de España tiene intención de mantener hasta su vencimiento.

El 31 de diciembre de 2008 se incluyó en esta rúbrica la cartera a vencimiento del Banco de España de valores en euros frente a no residentes en la zona del euro, que hasta esta fecha se recogía en el epígrafe 11.2 del activo «Otros activos financieros», según se estableció en la Orientación del BCE de 11 de diciembre de 2008 (BCE/2008/21). Las cifras correspondientes a 2007 han sido ajustadas para reflejar la reclasificación de dicha cartera. En el siguiente cuadro puede verse el detalle de esta rúbrica:

En millones de euros			
Tipo de activo	2008	2007	Variación
Depósitos	0,22	0,56	-0,34
Valores de renta fija	2.928,78	4.973,30	-2.044,52
Cartera de negociación	110,41	593,73	-483,32
Cartera a vencimiento	2.818,37	4.379,57	-1.561,20
TOTAL	2.929,01	4.973,86	-2.044,86

Del importe de este epígrafe (2.929,01 millones de euros), la casi totalidad (2.818,37 millones) corresponde a valores de renta fija incluidos en la cartera a vencimiento, que experimentaron, no obstante, una disminución de 1.561,20 millones respecto a su saldo a 31.12.2007. Los valores incluidos en la cartera de negociación son valores emitidos en euros por organismos internacionales (Banco Europeo de Inversiones), y su saldo experimentó en 2007 una disminución de 483,32 millones respecto al año anterior.

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. Su detalle, por tipo de operación, se refleja en el cuadro siguiente:

En millones de euros

Tipo de operación	2008	2007	Variación
Operaciones principales de financiación	22.168,90	57.247,89	-35.078,98
Operaciones de financiación a más largo plazo	70.284,55	14.123,44	56.161,11
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	60,25	2,18	58,07
<b>TOTAL</b>	<b>92.576,70</b>	<b>71.373,51</b>	<b>21.203,20</b>

Durante todo el año 2008, 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 y mantener los tipos de interés a corto plazo en un nivel cercano al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación.

El saldo de esta rúbrica a 31 de diciembre de 2008 es superior en un 29,71% al de 2007. Por otra parte, el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año aumentó en un 119,50% (56.946,04 millones en 2008, frente a 25.943,00 millones en 2007).

El 36,52% del saldo medio anual de la financiación se otorgó a través de «Operaciones principales de financiación», y otro 63,23% se concedió mediante «Operaciones de financiación a más largo plazo», lo que representa un incremento muy significativo respecto al ejercicio anterior. A través del resto de instrumentos únicamente se financió el 0,25% 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. Se ejecutan mediante operaciones temporales de inyección de liquidez, con frecuencia semanal y vencimiento a una semana, y, normalmente, a través de subastas estándar. No obstante, 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 31.12.2008 era de 22.168,90 millones de euros, habiendo disminuido respecto al 31.12.2007 en 35.078,98 millones. No obstante, el saldo medio de la financiación otorgada a través de estas operaciones ha pasado de 18.267,70 millones en 2007 a 20.794,04 millones en 2008, por los motivos comentados anteriormente.

**b. Operaciones de financiación a más largo plazo**

Estas operaciones tienen como objetivo proporcionar financiación adicional a más largo plazo a las entidades de contrapartida. Se ejecutan 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 del año 2008, y con objeto de mejorar la provisión de liquidez en el Eurosistema, en paralelo a estas operaciones principales de financiación a más largo plazo regulares, se han realizado otras operaciones de financiación a más largo plazo complementarias a tres meses y a seis meses, así como operaciones de financiación a plazo especial con un plazo de duración 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 del importe total solicitado.

El saldo de este epígrafe a 31.12.2008 era de 70.284,55 millones de euros, habiendo aumentado en relación con el año anterior en 56.161,11 millones de euros. De igual forma, su saldo medio ha pasado de 7.643,75 millones a 36.009,21 millones. 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, aunque a lo largo del ejercicio se han producido ocho operaciones temporales de ajuste de inyección de liquidez en el Eurosistema, obteniendo financiación las entidades de crédito españolas en todas ellas. El saldo medio de estas operaciones durante 2008 ha ascendido a 64,47 millones de euros (27,50 millones en 2007).

d. Operaciones temporales estructurales

Se trata de operaciones temporales de mercado abierto, a través de subastas estándar, con las que el Eurosistema pretende modificar su posición estructural de liquidez frente al sector financiero.

A fin de año su saldo era cero, igual que el año anterior, no habiendo tenido lugar ninguna operación estructural a lo largo del ejercicio.

e. Facilidad marginal de crédito

Las entidades de contrapartida pueden utilizar la facilidad marginal de crédito para obtener liquidez a un día de su banco central nacional a un tipo de interés especificado previamente, contra activos de garantía. Dicho tipo de interés está penalizado respecto al tipo de intervención establecido en las subastas semanales u operaciones principales de financiación.

Al cierre del ejercicio 2008 presentaba un saldo igual a 63,00 millones, habiéndose producido en este ejercicio un número elevado de estas operaciones por las causas ya mencionadas, lo que ha supuesto un incremento importante de su saldo medio (ha pasado de 0,16 millones en 2007 a 67,50 millones en 2008).

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 banco central nacional, más el margen de variación de la garantía, la entidad de contrapartida podrá retirar activos de garantía por un importe equivalente a dicho exceso (o recibir un abono en efectivo en su cuenta por el importe de esta diferencia).

En aquellos bancos centrales nacionales que realizan el ajuste de los márgenes de garantía mediante cargos y abonos en las cuentas de las entidades de crédito, como es el caso del Banco de España, dichos apuntes contables son contrapartida de las cuentas de activo o pasivo que recogen la variación de dichos márgenes. Estas cuentas de balance se remuneran al tipo de interés aplicado a las operaciones principales de financiación.

A 31.12.2008 presentaba un saldo de 60,25 millones de euros, con un incremento de 58,07 millones en relación con el año anterior.

7 OTROS ACTIVOS EN EUROS  
FRENTE A ENTIDADES  
DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL  
EURO

En esta rúbrica se incluyen los activos frente a las entidades de crédito no relacionados con la gestión de la política monetaria. Su saldo a 31.12.2008, 2,15 millones de euros, recoge el importe de las cuentas corrientes de corresponsalía mantenidas con entidades de crédito, habiendo aumentado en 0,24 millones respecto a 2007.

8 VALORES EMITIDOS  
EN EUROS POR RESIDENTES EN  
LA ZONA DEL EURO

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 con vencimiento determinado que el Banco de España tiene intención de mantener hasta su amortización. El 31 de diciembre de 2008 se incluyó en este epígrafe la cartera a vencimiento del Banco de España de valores en euros emitidos por residentes en el área del euro y que hasta esta fecha se recogía en el epígrafe 11.2 del activo «Otros activos financieros», según se estableció en la Orientación del BCE de 11 de diciembre de 2008 (BCE/2008/21). Las cifras correspondientes a 2007 han sido ajustadas para poder compararlas con 2008. El detalle de esta rúbrica puede observarse en el siguiente cuadro:

En millones de euros			
Valores	2008	2007	Variación
Cartera de negociación	42.293,25	29.341,38	12.951,87
Cartera a vencimiento	33.610,69	40.355,14	-6.744,45
TOTAL	75.903,94	69.696,51	6.207,42

El saldo de esta rúbrica a 31.12.2008 es de 75.903,94 millones de euros, de los que el 55,72% corresponde a valores de la cartera de negociación, y el resto, 44,28%, a valores de la cartera a vencimiento.

El conjunto de estos valores experimentó un aumento de 6.207,42 millones de euros en 2008. No obstante, fueron los valores de la cartera de negociación los que experimentaron un aumento de 12.951,87 millones, mientras que los valores de la cartera a vencimiento disminuyeron en 6.744,45 millones.

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
Compras netas de valores	12.136,12	-6.779,18	5.356,93
Plusvalías latentes a fin de año (a)	811,57	—	811,57
Minusvalías a fin de año (a)	-15,88	—	-15,88
Intereses implícitos devengados	20,06	34,74	54,80
TOTAL	12.951,87	-6.744,45	6.207,42

a. Tal como se señala en el apartado «3.1.—Normativa contable», sobre la cartera a vencimiento no se efectúan procesos de valoración periódicos.

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, representada por la directora general del Tesoro y Política Financiera, por delegación del ministro de Economía y Hacienda, 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.

A tenor de dicho acuerdo, en 2008 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 del año 2008 de los créditos otorgados al Estado asciende a 5.248,92 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros			
	2008	2007	Variación
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	1.366,76	1.562,01	-195,25
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	3.473,99	3.821,39	-347,40
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	408,17	448,99	-40,82
<b>TOTAL</b>	<b>5.248,92</b>	<b>5.832,38</b>	<b>-583,47</b>

La variación experimentada se debe exclusivamente a las cuotas de amortización anual de los citados créditos de acuerdo con lo establecido anteriormente, cuyas cuantías quedan reflejadas en el cuadro anterior.

10 CUENTAS INTRA-  
EUROSISTEMA

Esta rúbrica recoge los importes correspondientes a los epígrafes que figuran a continuación:

En millones de euros			
Tipo de activo	2008	2007	Variación
Participación en el capital del BCE	437,71	437,71	—
Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE	4.349,18	4.349,18	—
Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema	—	—	—
Otros activos intra-Eurosistema (neto)	—	—	—
<b>TOTAL</b>	<b>4.786,88</b>	<b>4.786,88</b>	<b>—</b>

a. Participación en el capital del BCE

A 31 de diciembre de 2008, el total de este epígrafe asciende a 437,71 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 434,92 millones de euros, equivalentes al 7,5498% 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 de 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 2,79 millones de euros, importe del coste pagado con motivo de los ajustes efectuados en la clave de participación en el capital del BCE.

De acuerdo con el artículo 28 de los Estatutos del SEBC, los bancos centrales del SEBC son los únicos suscriptores del capital del BCE. Las suscripciones dependen de las cuotas de participación, que se fijan de conformidad con el artículo 29 de 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. Hay que señalar, como hechos posteriores al cierre del ejercicio, que el segundo cambio quinquenal de las claves tuvo lugar el 1 de enero de 2009. Basándose en la Decisión del Consejo de 15 de julio de 2003 sobre datos estadísticos que hay que usar para la determinación de la clave en la suscripción del capital del Banco Central Europeo, la correspondiente al Banco de España ha aumentado desde el 7,5498% hasta el 8,3040%.

b. Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

Representan la deuda del BCE con el Banco de España por la transferencia a aquel de activos exteriores de reserva. La contrapartida de las reservas transferidas está denominada en euros y tiene un valor fijo desde el momento de su transferencia. Se remuneran al tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, reducido en un 15% para reflejar una remuneración nula para el componente de oro. Su saldo a fin de ejercicio asciende a 4.349,18 millones de euros, igual que en el ejercicio anterior. Como hecho posterior al cierre del ejercicio, hay que señalar que, debido al incremento de la clave de participación del Banco de España en el BCE que tuvo lugar el 1 de enero de 2009, se ha realizado una aportación adicional de activos exteriores de reserva al BCE por un contravalor en euros de 434,47 millones, alcanzando en este ejercicio un saldo de 4.783,65 millones de euros.

c. Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema

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.

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 235,85 millones de euros, de los que 531,91 millones correspondían a su coste y 296,07 millones 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

	2008	2007	Variación
<b>INMOVILIZADO MATERIAL</b>	449,21	429,56	19,65
Terrenos y solares	5,35	5,35	0,00
Edificios, construcciones y obras de remodelación	103,11	99,28	3,83
Instalaciones	146,91	137,70	9,21
Mobiliario y enseres	34,98	33,24	1,74
Máquinas de oficina no informáticas	43,54	43,10	0,44
Equipos para procesamiento de información	54,77	51,20	3,56
Elementos de transporte	8,54	9,06	-0,51
Bibliotecas	9,78	9,23	0,55
Otro inmovilizado material	3,74	3,26	0,48
Tesoro y patrimonio histórico-artístico	38,49	38,14	0,35
<b>INMOVILIZADO INMATERIAL</b>	47,51	40,18	7,32
Aplicaciones informáticas	47,45	40,13	7,32
Propiedad industrial	0,06	0,06	0,00
<b>INMOVILIZADO EN CURSO</b>	35,19	35,62	-0,42
Edificios, instalaciones y otras construcciones en curso	28,81	30,91	-2,11
Aplicaciones informáticas en curso	5,50	4,31	1,19
Otro inmovilizado en curso	0,89	0,40	0,50
<b>TOTAL</b>	<b>531,91</b>	<b>505,36</b>	<b>26,55</b>

En millones de euros

Amortización acumulada	2008	2007	Variación
<b>INMOVILIZADO MATERIAL</b>	-263,30	-247,11	-16,20
Edificios, construcciones y obras de remodelación	-30,60	-28,24	-2,37
Instalaciones	-114,71	-109,87	-4,84
Mobiliario y enseres	-21,62	-20,24	-1,38
Máquinas de oficina no informáticas	-37,72	-36,30	-1,42
Equipos para procesamiento de información	-42,75	-37,80	-4,95
Elementos de transporte	-5,68	-5,28	-0,40
Bibliotecas	-7,09	-6,59	-0,50
Otro inmovilizado material	-3,13	-2,79	-0,34
<b>INMOVILIZADO INMATERIAL</b>	-32,76	-28,32	-4,44
Aplicaciones informáticas	-32,71	-28,27	-4,44
Propiedad industrial	-0,05	-0,05	-0,00
<b>TOTAL</b>	<b>-296,07</b>	<b>-275,43</b>	<b>-20,64</b>

El incremento del inmovilizado durante el año 2008 se ha debido, fundamentalmente, a inversiones en instalaciones de detección y extinción de incendios en los edificios de Madrid, así como a las reformas llevadas a cabo en estos edificios<sup>10</sup>. También cabe destacar el incremento de las inversiones en equipos para procesamiento de la información y en el desarrollo de determinadas aplicaciones informáticas.

#### 12 OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

El 31 de diciembre de 2008 se procedió a la reclasificación en el balance de la cartera a vencimiento del Banco de España, que ha pasado de este epígrafe a las mismas rúbricas que, hasta este momento, recogían los valores de la cartera de negociación, es decir, «A.2. — Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro», «A.3. — Activos en moneda extranjera frente a residentes en el área del euro», «A.4. — Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro» y «A.7. — Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro», dependiendo de la residencia del emisor y de la moneda en que estén denominados. Esta reclasificación se ha efectuado de forma armonizada en el Eurosistema, de acuerdo con lo establecido en la Orientación del BCE de 11 de diciembre de 2008 (BCE/2008/21).

En este epígrafe se incluyen inversiones financieras por importe de 49,57 millones, que corresponden fundamentalmente a la participación del Banco de España en el Banco de Pagos Internacionales y en la Sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA. La disminución de estos activos financieros en 1,82 millones de euros se debe a la reducción 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 por operaciones a plazo y *swaps* con divisas, valorada a los tipos de cambio vigentes a fin de ejercicio. Cuando dicha posición es acreedora, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «12.1» del pasivo. Su saldo al final del presente ejercicio, 620,86 millones, es el valor neto de las operaciones *swaps* vivas en ese momento. Incluye los *swaps* vivos con el BCE en el marco del programa «Term Auction Facility» en dólares con la Reserva Federal. También incluye los *swaps* vivos a fin de ejercicio con el BCE y con las entidades financieras surgidos del acuerdo de cooperación para proporcionar liquidez en francos suizos. En virtud de este acuerdo, el Banco Nacional de Suiza proporcionó francos suizos al BCE mediante *swaps* contra euros. Simultáneamente, el BCE realizó *swaps* con los bancos centrales nacionales del Eurosistema, que utilizaron estos fondos para hacer frente a las necesidades de liquidez en francos suizos de las entidades del Eurosistema en forma de *swaps*. Estos *swaps* entre el BCE y los bancos centrales nacionales del Eurosistema originan unos saldos intra-Eurosistema registrados en el epígrafe «Otros pasivos con el Eurosistema (neto)».

#### 14 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 2.430,26 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

	2008	2007	Variación
INTERESES DEVENGADOS EN LA ADQUISICIÓN DE VALORES E INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS PROCEDENTES DE VALORES	1.680,49	1.455,54	224,94
Cartera de negociación	873,40	486,21	387,19
<i>Denominados en moneda extranjera</i>	16,81	22,86	-6,05
<i>Denominados en euros</i>	856,59	463,35	393,24
Cartera a vencimiento	807,08	969,33	-162,25
<i>Denominados en moneda extranjera</i>	35,49	33,12	2,37
<i>Denominados en euros</i>	771,59	936,21	-164,62
OTROS INTERESES A COBRAR NO VENCIDOS	743,57	323,00	420,57
De operaciones a plazo en divisas	—	—	—
De operaciones <i>swaps</i>	—	—	—
De depósitos y otros activos en moneda extranjera	12,38	28,12	-15,74
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	151,70	147,34	4,35
De otras cuentas intra-Eurosistema, por operaciones TARGET	—	1,19	-1,19
De operaciones excepcionales de inyección de liquidez	18,25	1,80	16,45
De préstamos con garantía de valores	544,62	101,69	442,94
Otros	16,63	42,86	-26,23
COMISIONES A COBRAR NO VENCIDAS Y GASTOS ANTICIPADOS	1,81	12,28	-10,47
DIVIDENDOS DEVENGADOS Y NO COBRADOS	4,40	4,26	0,13
TOTAL	2.430,26	1.795,09	635,18

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 (856,59 millones) y a vencimiento (771,59 millones). También se ha producido un importante aumento de los intereses devengados y no cobrados en préstamos con garantía de valores, debido al mayor volumen de las operaciones en curso a fin de año.

#### 15 OTROS ACTIVOS. DIVERSOS

Los componentes más significativos de este epígrafe, cuyo importe total se eleva a 1.256,21 millones de euros, son el ingreso efectuado al Tesoro Público, el 29 de diciembre de 2008, de 1.053,82 millones de euros, equivalente al 70% del 80% de los beneficios acumulados por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2008 (véase la nota 15 a la cuenta de resultados), que experimentó un aumento de 72,61 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 189,10 millones, con un aumento de 22,04 millones de euros.

#### 16 BILLETES EN CIRCULACIÓN

El saldo de billetes en circulación (76.018,16 millones de euros) representa la participación del Banco de España en el total de billetes euro en circulación (véase «*Billetes en circulación*», en el apartado 3.1 —Normativa contable), de acuerdo con la clave de asignación de billetes

euro en el Eurosistema (el 9,9660%<sup>11</sup> del total de los emitidos por todos los bancos centrales), que resultan de deducir de la clave de participación en el Eurosistema el 8% del total correspondiente al BCE. Dicho saldo ha experimentado un incremento de 8.405,20 millones de euros respecto del año anterior por el mayor volumen de billetes euro en circulación en el Eurosistema.

17 DEPÓSITOS EN EUROS  
MANTENIDOS POR ENTIDADES  
DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL  
EURO EN RELACIÓN  
CON OPERACIONES DE POLÍTICA  
MONETARIA

El saldo del conjunto de los diferentes tipos de depósitos que mantienen las entidades de crédito en el Banco de España ascendía a 54.314,92 millones de euros al cierre del ejercicio de 2008, experimentando un aumento respecto al ejercicio anterior de 1.994,14 millones. Este aumento se ha debido al incremento registrado en la facilidad de depósito, compensado, en parte, por la disminución del saldo en los epígrafes de cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas) y en los depósitos a plazo.

Su desglose se refleja en el siguiente cuadro:

En millones de euros			
Tipo de pasivo	2008	2007	Variación
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	24.136,03	38.327,45	-14.191,41
Facilidad de depósito	30.106,40	215,00	29.891,40
Depósitos a plazo	—	13.775,00	-13.775,00
Operaciones temporales de ajuste	—	—	—
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	72,49	3,34	69,15
<b>TOTAL</b>	<b>54.314,92</b>	<b>52.320,79</b>	<b>1.994,14</b>

El primer componente, que recoge el total de las cuentas corrientes abiertas por las entidades de crédito en el Banco de España, en las que estas mantienen las reservas mínimas a las que están obligadas en relación con la instrumentación de la política monetaria, ha experimentado una disminución de 14.191,41 millones. No obstante, si lo que se analiza es el saldo medio de estas cuentas, se observa un aumento, pasando de 20.355,55 millones en 2007 a 24.009,94 millones en 2008.

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, ha experimentado un importante aumento, pasando de 215,00 millones en 2007 a 30.106,40 millones en 2008, aumento que también puede observarse en el saldo medio mantenido en estos depósitos a lo largo del año (ha pasado de 28,87 millones a 6.777,25 millones). La mayor utilización que han hecho las entidades de esta facilidad se ha debido a las tensiones existentes en el mercado monetario en 2008.

Por lo que respecta a los depósitos a plazo fijo, no presentan saldo a 31 de diciembre, mientras que, a finales de 2007, este ascendía a 13.775,00 millones. La constitución de estos depósitos está relacionada con la decisión del BCE de llevar a cabo operaciones de absorción de liquidez con objeto de mantener los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo en un nivel cercano al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación del

11. Tras la revisión quinquenal de la clave de participación de los bancos centrales nacionales del Eurosistema en el capital del BCE y la incorporación de Eslovaquia al Eurosistema, el 1 de enero de 2009, la clave de asignación de billetes es del 10,9465%.

Eurosistema. Se trata, pues, de operaciones de ajuste instrumentadas mediante depósitos. Las entidades españolas participaron en estos drenajes de liquidez en las diecisiete operaciones que realizó el Eurosistema en 2008.

El resto de los 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 31.12.2008, las entidades mantenían saldos relacionados con los depósitos relativos a los ajustes de los márgenes de garantía por un importe igual a 72,49 millones (3,34 millones en 2007).

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 18.770,52 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros			
	2008	2007	Variación
Administración Central (Estado)	7.086,58	4.193,50	2.893,08
<i>Tesoro Público. Cuenta corriente</i>	<i>4.501,72</i>	<i>164,79</i>	
<i>Otras administraciones de la Administración Central del Estado y similares</i>	<i>2.584,86</i>	<i>4.028,71</i>	
Administraciones Territoriales	1.880,97	653,36	1.227,61
<i>Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares</i>	<i>1.875,53</i>	<i>648,41</i>	
<i>Administración Local</i>	<i>5,44</i>	<i>4,95</i>	
Administraciones de Seguridad Social	9.802,98	13.183,49	-3.380,52
<i>Del Sistema de Seguridad Social</i>	<i>8.939,17</i>	<i>11.215,36</i>	
<i>Otras</i>	<i>863,81</i>	<i>1.968,14</i>	
<b>TOTAL</b>	<b>18.770,52</b>	<b>18.030,35</b>	<b>740,17</b>

El aumento de este epígrafe (740,17 millones de euros) se debió, fundamentalmente, al incremento de los saldos mantenidos por el Tesoro Público y Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares, al tiempo que el saldo de las Administraciones de Seguridad Social disminuyó.

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 2008 era de 1.774,07 millones de euros, y su disminución de 551,18 millones de euros respecto al cierre de 2007 se debió, fundamentalmente, al descenso de los saldos de las cuentas corrientes de Organismos Públicos del Estado (552,55 millones de euros).

20 PASIVOS EN EUROS CON NO  
RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Recoge, esencialmente, los saldos de las cuentas en euros abiertas a organismos internacionales, autoridades monetarias no pertenecientes al Eurosistema y bancos centrales a los



que se prestan servicios de gestión de reservas. Su saldo, 172,27 millones de euros, experimentó un incremento respecto del ejercicio anterior de 14,30 millones.

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 del primero de los componentes citados ascendía a 71,85 millones de euros (37,89 millones más que a fin de 2007), mientras que las operaciones de venta de valores con pacto de recompra no presentaban saldo (a 31.12.2007 tenían un saldo de 83,07 millones). En conjunto, el importe del total de este epígrafe ha disminuido en 45,18 millones de euros.

22 CONTRAPARTIDA DE LOS  
DERECHOS ESPECIALES DE GIRO  
ASIGNADOS POR EL FMI

Con un importe de 330,12 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 9,20 millones de euros respecto del año anterior, debido a la variación en el tipo de cambio.

23 CUENTAS INTRA-  
EUROSISTEMA

Esta rúbrica, que a 31.12.2008 presenta un saldo de 42.046,77 millones de euros, se compone de los dos epígrafes que se citan a continuación:

a. Pasivos netos relacionados  
con la asignación de billetes euro  
en el Eurosistema

Este epígrafe, cuyo saldo a fin de ejercicio asciende a 7.125,42 millones de euros, incluye los activos y pasivos del Banco de España frente al Eurosistema relacionados con la asignación de billetes euro (véase «*Billetes en circulación*» y «*Cuentas intra-Eurosistema*» en el apartado sobre normativa contable).

Su disminución respecto a 2007 (10.778,19 millones) se explica por la disminución de los billetes puestos en circulación por el Banco de España durante 2008, que han pasado de 85.516,56 a 31.12.2007 a 83.143,58 a fin de 2008 (-2,8%), en contraposición con el incremento registrado en el conjunto del Eurosistema (12,7%), lo que ha dado lugar a la mencionada disminución en el saldo de estas cuentas.

b. Otros pasivos intra-  
Eurosistema (neto)

Su saldo a 31.12.2008, 34.921,35 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 (véase «Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios», en la nota 8 a la cuenta de resultados), 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 euro 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, y asciende a 34.988,89 millones, mientras que las cuentas de corresponsalía presentan un saldo deudor igual a 0,15 millones. La remuneración de la posición deudora del Banco de España frente al BCE 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 acreedor de 63,22 millones de euros a fin de ejercicio.

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 euro 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 bancos centrales nacionales 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 euro 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 3.1.2). En este ejercicio, el Consejo ha acordado retener parte de los ingresos relacionados con el señoreaje de sus billetes correspondiente al ejercicio 2008, con objeto de incrementar la provisión para la cobertura de los riesgos de tipo de cambio e interés y fluctuación del precio del oro creada en 2005, siendo el resto repartido entre los bancos centrales del Eurosistema de acuerdo con sus respectivas claves, correspondiendo al Banco de España un importe de 130,60 millones.

#### 24 PARTIDAS EN CURSO DE LIQUIDACIÓN

Recoge diversas partidas que, a 31.12.2008, se encuentran en curso de liquidación, tales como órdenes de transferencia pendientes de ejecución o transferencias expedidas a entidades de depósito pendientes de reembolso. En el ejercicio 2008 se han incluido en esta rúbrica varias partidas que anteriormente se registraban en el epígrafe «Otros pasivos. Diversos», por considerar que su naturaleza se corresponde más fielmente con este epígrafe. El importe correspondiente al año 2007 que ha sido reclasificado asciende a 30,14 millones.

De los 246,64 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica al cierre del ejercicio 2008, 214,87 millones corresponden a transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio, y 30,90 millones corresponden a transferencias recibidas el día 31 de diciembre de 2008 del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, que han sido liquidadas y están pendientes de abono.

El incremento de esta rúbrica respecto al ejercicio anterior es de 6,75 millones y se debe al aumento de las partidas mencionadas anteriormente (la primera de ellas aumentó en 29,90 millones, y la segunda aumentó en 7,07 millones), compensado en parte por el menor saldo registrado a fin de año en otras operaciones pasivas pendientes de aplicación.

#### 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 ocurre en este ejercicio, se registra bajo el mismo título en el epígrafe «11.3» del activo (véase nota 13 al balance).

#### 26 CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS

Este epígrafe recoge los intereses a pagar no vencidos, los gastos a pagar no vencidos y los beneficios diferidos.

A 31.12.2008, su saldo asciende a 220,16 millones de euros, siendo la partida más significativa la de intereses a pagar no vencidos (211,85 millones de euros). La disminución experimentada por esta partida en 2008 (74,42 millones) es consecuencia, esencialmente, de los menores intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con el ajuste de billetes en circulación, los intereses devengados correspondientes a la remuneración de las reservas mínimas y los devengados sobre las cuentas de la Seguridad Social, compensado en parte por el incremento de los intereses devengados por las cuentas intra-Eurosistema por operaciones TARGET2 y por los *swaps* concertados en el marco de las operaciones excepcionales de inyección de liquidez en divisas.

## 27 OTROS PASIVOS.—DIVERSOS

Recoge otras cuentas pasivas que no tienen cabida en los apartados anteriores.

A 31.12.2008 su saldo era de 271,42 millones, siendo la partida más relevante de este epígrafe la correspondiente a «Mutualidad de Empleados del Banco de España.—Aportaciones a pagar» (161,78 millones). Su variación más significativa está relacionada con la reducción en 38,11 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			
	2008	2007	Variación
Para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés	3.103,92	2.421,95	681,97
Para la cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares	967,75	1.393,21	-425,45
Para cubrir riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria del Eurosistema	621,35	—	621,35
Para el canje de billetes de peseta retirados	37,13	61,83	-24,71
Para pagos a prejubilados y jubilados	39,05	50,31	-11,25
Para socorro por fallecimiento y jubilación	70,26	68,88	1,38
Para riesgos y gastos diversos	8,21	9,65	-1,44
<b>TOTAL</b>	<b>4.847,66</b>	<b>4.005,81</b>	<b>841,85</b>

La cuenta de provisiones más relevante es la relativa a la «Provisión para riesgos por tipo de cambio y tipo de interés», 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 31.12.2008 asciende a 3.103,92 millones de euros, 681,97 millones más que en 2007 (véase nota 5 a la cuenta de resultados).

El saldo de esta provisión se revisa con carácter anual, de acuerdo con la valoración del 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, la evolución prevista de los activos de riesgo u otros que las circunstancias aconsejen contemplar.

Por otro lado, 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 31.12.2008, su saldo ascendía a 967,75 millones.

De acuerdo con el principio de prudencia, el Consejo de Gobierno del BCE ha considerado apropiado establecer un fondo por importe de 5.736,00 millones de euros para cubrir los riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria. 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 2008. Como resultado de lo anterior, el Banco de España ha dotado una provisión de 621,35 millones de euros, equivalente al 10,8324% del total de la provisión que se ha dotado.

Finalmente, han tenido lugar disminuciones tanto en la provisión dotada para atender el canje de los billetes peseta retirados de la circulación (24,71 millones), como en la provisión para pagos a prejubilados y jubilados (11,25 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. Su detalle es el siguiente:

En millones de euros			
Clase de cuenta	2008	2007	Variación
ORO	4.776,85	4.294,28	482,58
DIVISAS	44,94	0,02	44,91
VALORES	969,98	55,24	914,74
Emitidos en moneda extranjera por no residentes en la zona del euro	143,85	43,61	100,24
Emitidos en euros por no residentes en la zona del euro	2,93	—	2,93
Emitidos en euros por residentes en la zona del euro	823,20	11,62	811,57
OTROS	19,74	21,56	-1,82
TOTAL	5.811,51	4.371,09	1.440,41

Las cuentas de revalorización han aumentado en el ejercicio en 1.440,41 millones. La variación más importante ha tenido lugar en las cuentas de revalorización de valores (914,74 millones), y en concreto en los valores en euros emitidos por residentes en la zona del euro, con un aumento de 811,57 millones, fruto de la variación del precio de los valores de la cartera de negociación debida a la evolución de los tipos de interés. Las plusvalías no realizadas en el oro se incrementaron en 482,58 millones, como consecuencia del aumento de su precio de mercado. Por su parte, las plusvalías no realizadas en divisas aumentaron en 44,91 millones, debido, fundamentalmente, a la apreciación del tipo de cambio del dólar USA frente al euro.

## 30 CAPITAL

A 31 de diciembre de 2008 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 de 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 destinará 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 2008 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 de 28 de julio de 2006 (496,83 millones) y 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 2008, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (21,11 millones de euros), ha ascendido a 2.090,19 millones de euros, superior en un 4,25% al de 2007. Del citado importe, 1.053,82 millones fueron ingresados en el Tesoro el 29 de diciembre de 2008, 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 2007:

- El día 3.3.2008, 823,28 millones de euros, para alcanzar, junto con el ingreso realizado en noviembre de 2007, el 90% de los beneficios de dicho año, que ascendieron a 2.004,98 millones de euros.
- El día 13.8.2008, una vez aprobado por el Consejo de Ministros el balance y cuenta de resultados del año 2007, 200,50 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2008 y las causas de su variación frente a los de 2007 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:

	Ingresos por intereses			Inversión media 2008	Rentabilidad media 2008
	2008	2007	Variación		
<b>MONEDA EXTRANJERA</b>	447,24	445,55	1,69	14.352,23	3,1
Valores	278,83	323,73	-44,90	6.557,19	4,2
Depósitos y otros activos	168,41	121,83	46,59	7.795,03	2,1
<b>EUROS</b>	5.760,02	4.614,82	1.145,20	137.902,22	4,1
Valores	3.071,12	2.626,17	444,95	76.464,03	4,0
Operaciones de política monetaria	2.529,06	1.076,76	1.452,30	56.946,04	4,4
Cuentas intra-Eurosistema	157,60	910,00	-752,40	4.492,15	3,5
<i>Activo contrapartida de las reservas transferidas al BCE</i>	<i>151,70</i>	<i>147,34</i>	<i>4,35</i>	<i>4.349,18</i>	<i>3,4</i>
<i>Saldo neto deudor otras cuentas intra-Eurosistema</i>	<i>5,91</i>	<i>762,66</i>	<i>-756,75</i>	<i>142,98</i>	<i>4,1</i>
Otros activos	2,24	1,89	0,35	—	—
<b>TOTAL</b>	<b>6.207,26</b>	<b>5.060,38</b>	<b>1.146,89</b>	<b>152.254,45</b>	<b>4,0</b>

Los ingresos por intereses han experimentado un incremento de 1.146,89 millones en el ejercicio 2008 frente a 2007. El mencionado incremento es resultado de un aumento de 1.145,20 millones en el rendimiento de las inversiones en euros, y de 1,69 millones en los ingresos de las inversiones en moneda extranjera.

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera (447,24 millones de euros), 278,83 millones proceden de los valores de renta fija en dólares USA, y 168,41 millones, de depósitos y otros activos. Los intereses de la mencionada cartera en dólares han disminuido en 44,90 millones de euros, mientras que los correspondientes a depósitos y otros activos han aumentado en 46,59 millones. Por su parte, la rentabilidad media de la inversión en moneda extranjera ha sido del 3,1%, frente al 4,8% en 2007.

Los ingresos por intereses en euros (5.760,02 millones) proceden, fundamentalmente, de las carteras de valores (3.071,12 millones, con un incremento de 444,95 millones), las operaciones de política monetaria (2.529,06 millones, con un incremento de 1.452,30 millones) y las cuentas intra-Eurosistema (157,60 millones, con una disminución de 752,40 millones). En el caso de estos dos últimos conceptos, sus variaciones han sido consecuencia, por un lado, de las mayores necesidades de financiación del sistema bancario, y, por otro, de la necesidad de sustituir, en gran medida, el recurso a la financiación exterior por préstamos de política monetaria, como consecuencia, en ambos casos, de las turbulencias financieras a las que se ha visto sometido el mercado interbancario de dinero. El efecto conjunto de estas variaciones ha sido un incremento de los ingresos por intereses en euros de 1.145,20 millones de euros, debido al aumento de la inversión media (137.902,22 millones en 2008, frente a 118.105,76 millones en 2007) y de la rentabilidad media, que ha pasado del 3,9% en 2007 al 4,1% en 2008.

## 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 2008	Coste medio 2008
	2008	2007	Variación		
<b>MONEDA EXTRANJERA</b>	81,57	82,04	-0,46	3.907,08	2,1
Operaciones <i>swap</i> , a plazo y otras	71,49	62,95	8,54	3.534,59	2,0
Otros pasivos	10,08	19,09	-9,01	372,49	2,7
<b>EUROS</b>	2.792,28	2.095,91	696,37	71.555,45	3,8
Remuneración de las reservas mínimas	975,33	811,55	163,78	24.009,96	4,0
Facilidad de depósito	192,70	0,80	191,90	6.777,25	2,8
Depósitos a plazo fijo	40,40	32,26	8,13	989,08	4,0
Depósitos de Administraciones Públicas	606,46	497,14	109,32	16.231,66	3,7
Cuentas intra-Eurosistema. — Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes	510,19	724,41	-214,22	12.232,78	4,1
Saldo neto acreedor otras cuentas intra-Eurosistema	457,24	22,78	434,46	11.314,72	4,0
Otros pasivos en euros	9,96	6,96	3,00	—	—
<b>TOTAL</b>	2.873,86	2.177,94	695,91	75.462,54	3,7

Los gastos por intereses se han incrementado en 695,91 millones de euros en 2008, con un aumento de 696,37 millones los correspondientes a pasivos en euros, y una disminución de 0,46 millones los correspondientes a pasivos en moneda extranjera.

De los gastos por intereses en euros (2.792,28 millones de euros), cabe destacar que 975,33 millones corresponden a la remuneración de las reservas mínimas; 606,46 millones, a la remuneración de los depósitos de las Administraciones Públicas; 510,19 millones, a la remuneración de las cuentas intra-Eurosistema relacionadas con la asignación de billetes, y 457,24 millones, a la remuneración de otras cuentas intra-Eurosistema (TARGET2).

De los 696,37 millones en que se han incrementado los gastos por intereses en euros, 434,46 millones corresponden a la remuneración de otras cuentas intra-Eurosistema, debido a que, durante la mayor parte de 2008, la posición del Banco de España frente al SEBC ha sido acreedora (motivado, fundamentalmente, por la sustitución por el sistema bancario de las fuentes de financiación a la que se ha hecho referencia en el apartado anterior), 191,90 millones a la mayor remuneración de la facilidad de depósito, 163,78 millones a la mayor remuneración de las reservas mínimas, y 109,32 millones a la remuneración de las Administraciones Públicas, compensados por una menor carga financiera, de 214,22 millones de euros, por ajuste de billetes, como resultado del descenso experimentado en la puesta en circulación de billetes por el Banco de España.

En líneas generales, el incremento de los gastos por intereses de la financiación en euros se ha debido al mayor saldo medio a remunerar (ha pasado de 53.133,12 millones de euros en 2007 a 71.555,45 millones en 2008), compensado parcialmente por el ligero descenso del coste medio (ha pasado del 3,9% en 2007 al 3,8% en 2008).

Por su parte, de los gastos por intereses en moneda extranjera (81,57 millones de euros), 71,49 millones corresponden a operaciones *swaps*, a plazo y otras, y 10,08 millones de euros a otros pasivos, compensándose prácticamente el incremento de los primeros (8,54 millones) con la disminución de los segundos (9,01 millones)

### 3 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En el ejercicio 2008, las ganancias netas por este concepto han ascendido a 108,62 millones de euros, procedentes de las siguientes fuentes:

En millones de euros			
	2008	2007	Variación
<b>MONEDA EXTRANJERA</b>	73,97	1.749,64	-1.675,67
Venta de oro	0,04	1.748,21	-1.748,16
Venta de divisas (por tipo de cambio)	-0,91	-2,84	1,93
Venta de valores (por precio)	78,29	3,11	75,19
Otras ganancias/pérdidas	-3,45	1,16	-4,61
<b>EUROS</b>	34,65	-4,45	39,10
Venta de valores (por precio)	34,65	-4,45	39,10
<b>TOTAL</b>	108,62	1.745,19	-1.636,57

Con respecto al ejercicio anterior, la mayor variación se ha debido a la venta de oro realizada en 2007, que ha supuesto una disminución de 1.748,16 millones de euros en 2008 en las ganancias realizadas por este concepto. Del resto de las variaciones, cabe destacar las mayores ganancias por precio en venta de valores en moneda extranjera denominados en dólares USA, con un aumento de 75,19 millones de euros, y en venta de valores denominados en euros emitidos por residentes de la zona del euro (39,10 millones de euros).



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			
	2008	2007	Variación
MONEDA EXTRANJERA	0,25	430,29	-430,04
En divisas (por tipo de cambio)	0,19	429,78	-429,59
En valores (por precio)	0,06	0,51	-0,44
EUROS	15,88	99,15	-83,27
En valores (por precio)	15,88	99,15	-83,27
TOTAL	16,13	529,44	-513,31

Las minusvalías no realizadas registradas en el ejercicio 2008 han ascendido a 16,13 millones de euros, de las que la práctica totalidad corresponden a las inversiones en valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro (15,88 millones). Con respecto a 2007, las minusvalías no realizadas han disminuido en 513,31 millones de euros, fundamentalmente por las menores pérdidas no realizadas por tipo de cambio en divisas (429,59 millones de euros), en concreto por la ausencia de minusvalías no realizadas en dólares USA (413,92 millones de euros) y DEG (15,75 millones). Por su parte, las minusvalías no realizadas en valores denominados en euros han disminuido en 83,27 millones, fundamentalmente las correspondientes a valores emitidos por residentes en la zona del euro (81,33 millones de euros).

5 DOTACIONES Y EXCESOS  
DE PROVISIÓN POR RIESGOS DE  
TIPO DE CAMBIO Y PRECIO

Recoge, por un lado, la aplicación a su finalidad por 16,13 millones de euros de la provisión por riesgos de tipo de cambio y precio para cubrir las minusvalías registradas a fin de 2008, y, por otro lado, la dotación a la misma de 698,11 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 12 de febrero de 2009. Dichos movimientos suponen un incremento neto de la dotación/aplicación de 681,97 millones de euros respecto a 2007.

Por otro lado, también se recoge en este epígrafe la dotación/aplicación de la provisión para cobertura de pérdidas por amortización anticipada de créditos singulares, que presenta una variación positiva de 2.050,55 millones, debido a que, en 2007, se dotaron provisiones por este concepto por importe de 1.688,56 millones de euros, mientras que, en 2008, se han recuperado 361,98 millones, como consecuencia del ajuste derivado de las variaciones del valor de mercado de dichos activos.

6 INGRESOS NETOS  
POR HONORARIOS/COMISIONES

Recoge, fundamentalmente, ingresos y gastos derivados de comisiones por servicios bancarios y similares (transferencias, gestión de cheques, custodia y administración de valores, servicio de liquidación en operaciones con valores, etc.). Su detalle es el siguiente:

En millones de euros

	Ingresos			Gastos		
	2008	2007	Variación	2008	2007	Variación
Operaciones exteriores	0,09	0,12	-0,04	3,02	3,42	-0,40
Operaciones interiores	23,24	18,96	4,28	8,02	3,85	4,17
<b>TOTAL</b>	<b>23,33</b>	<b>19,09</b>	<b>4,24</b>	<b>11,04</b>	<b>7,27</b>	<b>3,77</b>

Los ingresos netos por honorarios y comisiones registrados en 2008 (12,29 millones de euros) han sido superiores a los registrados en 2007 en tan solo 0,47 millones de euros, debido al incremento de las comisiones cobradas por operaciones con valores (2,58 millones de euros) y por la entrada en funcionamiento de la plataforma compartida única (TARGET2), cuyos ingresos netos han sido de 2,19 millones de euros, compensado en parte por las menores comisiones cobradas a las entidades adheridas al Servicio de Liquidación del Banco de España (4,06 millones de euros).

#### 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 2008, el Consejo de Gobierno del BCE ha decidido retener parte de los ingresos correspondientes al señoreaje de sus billetes, con objeto de incrementar la provisión para la cobertura de los riesgos cambiarios, de tipos de interés y de fluctuación de la cotización del oro. El resto se ha repartido entre los BCN del Eurosistema en proporción a sus claves, correspondiendo al Banco de España un importe de 130,60 millones. También se recogen 11,47 millones de los dividendos por la participación en Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA (BME), y 2,64 millones de la participación en organismos internacionales (Banco de Pagos Internacionales). Con respecto al ejercicio anterior, el importe registrado en 2008 ha aumentado en 135,03 millones de euros, básicamente por la ausencia de distribución por el BCE del señoreaje de sus billetes en 2007.

#### 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 euro en el Eurosistema. 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; 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 euro en el Eurosistema, 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.

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 2008, que ascienden a 3.044,72 millones de euros, y los asignados, que ascienden a 2.981,73 millones de euros, equivale a una aportación neta de 62,99 millones de euros. A dicha aportación neta hay que añadir 0,23 millones por la participación del Banco de España en las pérdidas realizadas en operaciones de política monetaria del Eurosistema. En comparación con 2007, se ha producido una variación neta negativa de estos resultados de 100,47 millones de euros.

Además, de acuerdo con el principio de prudencia, el Consejo de Gobierno del BCE ha considerado apropiado establecer un fondo por importe de 5.736 millones de euros para cubrir los riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria. 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 2008. Como resultado de lo anterior, el Banco de España ha dotado una provisión por importe de 621,35 millones de euros, equivalente al 10,8324% del total de la provisión que se ha dotado.

#### 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	2008	2007	Variación
Resultados extraordinarios	16,76	2,18	14,58
Mutualidad de empleados	-21,99	-25,76	3,78
Diversos	0,88	0,63	0,25
<b>TOTAL</b>	<b>-4,35</b>	<b>-22,95</b>	<b>18,60</b>

Como puede observarse, este epígrafe ha registrado un menor quebranto neto de 18,60 millones de euros frente al ejercicio anterior, consecuencia, fundamentalmente, de los resultados extraordinarios derivados del ajuste en la distribución de gastos en el programa de ayuda *Special Contingency Account (SCA)-1* Liberia del FMI (11,26 millones de euros), así como de la cancelación de los fondos de previsión de amortización de préstamos de vivienda y de autoseguro contra incendios de muebles e inmuebles, según acuerdo de la Comisión Ejecutiva de 30.12.2008, que ascienden a 4,65 millones.

#### 10 GASTOS DE PERSONAL

Esta rúbrica incluye los conceptos de haberes y emolumentos, aportaciones al Plan de Pensiones y otras cargas sociales.

Por componentes, su variación es la que se muestra a continuación:

En millones de euros y porcentaje

	2008	2007	Variación	(%)
Gastos brutos de personal	224,32	211,72	12,60	6,00
<i>Haberes y emolumentos</i>	169,77	161,30	8,48	5,30
<i>Cuotas seguros sociales</i>	31,38	30,59	0,79	2,60
<i>Acción social</i>	17,64	14,71	2,93	19,90
<i>Plan de pensiones</i>	5,53	5,12	0,41	8,00
Recuperación de gastos de personal por activación de aplicaciones informáticas	-0,69	-0,62	-0,06	10,30
<b>TOTAL</b>	<b>223,63</b>	<b>211,10</b>	<b>12,53</b>	<b>5,90</b>

Su importe ha pasado de 211,10 millones de euros en 2007 a 223,63 millones en 2008, con un incremento de 12,53 millones de euros (5,9%), como consecuencia de: a) mejoras económicas recogidas en el Convenio Colectivo para 2008, que se estiman en 5,95 millones de euros (2,82%); b) los mayores gastos derivados de la crisis financiera y del tratamiento extraordinario de billetes a los que se hizo frente con un mayor número de comisiones de servicio, contrataciones temporales y horas extraordinarias, por un importe de 1,36 millones (0,64%); c) el incremento de las cuotas de la Seguridad Social y de la asistencia médica complementaria (1,4 millones y un 0,66%); d) incremento de los socorros por fallecimiento y jubilación (1,46 millones y un 0,69%), y e) una serie de factores de muy diversa índole (incrementos por antigüedad, deslizamientos por promociones, ingresos a cuenta por retribuciones en especie, cambios en la estructura de la plantilla, etc.)

En el cuadro siguiente se detalla la evolución de la plantilla y el personal contratado, en términos del número medio de empleados:

	2008	2007	Variación	(%)
<b>NÚMERO MEDIO DE PERSONAS</b>	<b>2.727,2</b>	<b>2.718,6</b>	<b>8,6</b>	<b>0,3</b>
<b>1 Plantilla fija</b>	<b>2.588,1</b>	<b>2.605,3</b>	<b>-17,2</b>	<b>-0,7</b>
<i>Grupo directivo</i>	1.464,1	1.447,9	16,3	1,1
<i>Grupo administrativo</i>	910,6	928,3	-17,8	-1,9
<i>Resto</i>	213,4	229,2	-15,8	-6,9
<b>2 Personal contratado</b>	<b>139,1</b>	<b>113,3</b>	<b>25,8</b>	<b>22,8</b>
<i>Grupo directivo</i>	75,5	63,1	12,4	19,7
<i>Grupo administrativo</i>	52,7	43,8	8,9	20,4
<i>Resto</i>	10,9	6,4	4,5	70,1

Al 31 de diciembre de 2008, la plantilla total del Banco ascendía a 2.731 empleados, con un incremento de 11 efectivos respecto a la misma fecha del año anterior, como consecuencia del 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 27 efectivos, lo que, junto a la disminución del número de hombres en 16, hace que el porcentaje de mujeres alcance el 37% 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	2008	2007	Variación	%
Gastos brutos en bienes y servicios	135,90	116,15	19,75	17,0
<i>Alquileres y mantenimientos</i>	34,75	31,81	2,94	9,3
<i>Materiales y suministros</i>	10,80	10,25	0,55	5,4
<i>Servicios externos</i>	74,05	59,90	14,15	23,6
<i>Formación, promoción y selección</i>	3,36	2,86	0,50	17,5
<i>Gastos diversos de funcionamiento</i>	12,94	11,33	1,61	14,2
Recuperación de gastos en bienes y servicios por activación de aplicaciones informáticas	-3,10	-2,17	-0,93	43,1
<b>TOTAL</b>	<b>132,80</b>	<b>113,98</b>	<b>18,82</b>	<b>16,5</b>

La estructura de esta rúbrica se ha modificado en 2008, habiendo sido reclasificados en consonancia los datos de 2007.

Como puede observarse en el cuadro anterior, en 2008 los gastos más relevantes han sido los de servicios externos (74,05 millones de euros), principalmente por la contratación de servicios informáticos (50,53 millones de euros), y los de alquileres y mantenimientos (34,75 millones), cuyas partidas más importantes han sido alquiler y mantenimiento de inmuebles (16,98 millones) y alquiler y mantenimiento de equipos y programas informáticos (13,13 millones).

El incremento neto registrado en gastos en bienes y servicios durante 2008 (18,82 millones de euros) está motivado por la actualización de los precios de los contratos en vigor y por los mayores gastos en determinados apartados, entre los que destacan los gastos de servicios externos (14,15 millones), tanto por contratación de servicios informáticos (5,99 millones), como por los pagos correspondientes al desarrollo y funcionamiento de la plataforma TARGET2 (4,09 millones).

Dentro de «Gastos diversos de funcionamiento», se incluyen 132.014,74 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos, Deloitte, SL, por la realización, en 2008, 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 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

	2008	2007	Variación	%
Amortización de edificios, construcciones y de obras de remodelación	2,21	1,67	0,53	31,82
Amortización de instalaciones	5,63	4,10	1,53	37,34
Amortización de mobiliario y enseres	1,75	1,54	0,21	13,47
Amortización de máquinas de oficina no informáticas	1,44	1,41	0,03	2,33
Amortización de equipos para procesamiento de información	6,23	6,18	0,04	0,73
Amortización de elementos de transporte	0,92	1,05	-0,14	-12,87
Amortización de bibliotecas	0,50	0,48	0,02	4,44
Amortización de otro inmovilizado material	0,29	0,26	0,03	10,47
Amortización del inmovilizado inmaterial	4,40	3,42	0,97	28,47
<b>TOTAL</b>	<b>23,35</b>	<b>20,12</b>	<b>3,24</b>	<b>16,09</b>

### 13 COSTES DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Su importe (65,08 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 descenso respecto al ejercicio anterior (5,87 millones de euros) se debió a la reducción del precio unitario de los billetes comprados, compensado, en parte, por el mayor volumen de los adquiridos por el Banco en este ejercicio.

### 14 DOTACIONES Y APLICACIONES A OTROS FONDOS Y PROVISIONES

El saldo neto de la aplicación y dotación a otros fondos y provisiones en 2008 ha ascendido a 36,65 millones de euros, frente a 21,95 millones en 2007. Esta variación (14,71 millones) se deriva, por una parte, de la dotación en 2008 a la provisión por los socorros por fallecimiento y jubilación establecidos en el artículo 190 del Reglamento de Trabajo del Banco de España por un importe de 12,53 millones de euros, consecuencia del cambio en los procedimientos de cálculo y contabilización, frente al exceso de provisión del año 2007 (1,10 millones), y, por otra, del incremento de la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (21,11 millones en 2008, frente a 20,25 millones en 2007).

El Banco de España, por la naturaleza de las funciones que desarrolla, no es una empresa con alto riesgo medioambiental. 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 RD 2059/2008, de 12 de diciembre, el Banco de España debe ingresar en el Tesoro el primer día hábil del mes de marzo de 2009 el 90% de los beneficios devengados y contabilizados hasta el 31 de diciembre del año anterior, descontando el ingreso realizado el día 29 del mes de diciembre del año anterior, de acuerdo con la disposición transitoria única del citado RD.

En el contexto de la crisis financiera que atraviesan actualmente los mercados, al cierre de las cuentas del mes de septiembre existían una serie de elementos que podían afectar al resultado final del ejercicio, lo que hizo aconsejable aplicar lo dispuesto en el artículo 1.1.a) del mencionado RD por el que el «acuerdo de ingreso deberá tener en cuenta la evolución previsible de los resultados hasta el final del ejercicio». En concreto, se decidió fijar de forma muy prudente el importe a ingresar, previendo que el resultado al cierre del ejercicio podría verse afectado negativamente, entre otras causas, por la elevada volatilidad de los mercados financieros, de la que podrían derivarse pérdidas significativas por valoración (muchos de los mercados en los que se toman precios no son líquidos, lo que podría afectar a la valoración de determinados títulos), por la posibilidad de que fuese preciso participar en establecer un fondo

para cubrir los riesgos de contraparte en operaciones de política monetaria en el Eurosistema, así como por el hecho de que la decisión del Banco de España de incrementar las tenencias de dólares USA hacía que el riesgo por variaciones en el tipo de cambio hubiese aumentado en relación con el cálculo efectuado al dotar la provisión para este riesgo el año pasado.

En concreto, para determinar el importe del beneficio que se debía retener, se consideraron varios factores, entre ellos las cifras de VaR por riesgos financieros, los posibles efectos del riesgo de crédito y la situación de iliquidez de algunos mercados, tanto para la cartera propia como para las garantías de política monetaria del Banco de España y del conjunto del Euro-sistema. Pero, dadas las dificultades encontradas al prever la posible evolución de los mercados y la iliquidez de determinados activos, pareció aconsejable establecer un régimen simple en la determinación de la cifra para retener como salvaguarda por la posible evolución negativa de los resultados del Banco de España. En consecuencia, el anticipo del 70% de beneficios al Tesoro se calculó sobre el 80% de los beneficios contabilizados a 30 de septiembre pasado, por lo que la suma para ingresar el 29 de diciembre fue de 1.053,82 millones de euros.

Una vez cerrado el ejercicio, teniendo en cuenta que el beneficio provisional asciende a 2.090,19 millones de euros y que el 90% de los beneficios supone 1.881,17 millones de euros, el ingreso que se efectuó en el Tesoro el 2 de marzo de 2009 ascendió a 827,35 millones de euros.

En aplicación del Real Decreto 2059/2008, se detallan a continuación las entregas al Tesoro Público correspondientes a los beneficios de 2008:

En millones de euros	
1 Beneficios totales del ejercicio 2008	2.090,19
2 Ingresos efectuados en el Tesoro Público	
<i>El 29.12.2008, por el 70% del 80% de los beneficios a 30.9.2008</i>	1.053,82
<i>El 2.3.2009, por la diferencia con el importe anterior, para alcanzar el 90% de los beneficios a 31.12.2008</i>	827,35
3 Beneficios pendientes de ingreso en el Tesoro Público	
<i>Cuando se aprueben las cuentas de 2008</i>	209,02

### **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 la cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés, 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
<b>A) SALDOS AL INICIO DEL EJERCICIO 2008</b>	<b>1.000,00</b>	<b>1.000,00</b>	<b>4.371,09</b>	<b>1.023,77</b>	<b>4.005,81</b>	<b>11.400,67</b>
PLUSVALÍAS NETAS NO RECONOCIDAS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS			1.440,41			1.440,41
En oro			482,58			482,58
En divisa			44,91			44,91
En valores			914,74			914,74
Otras			-1,82			-1,82
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO 2008				2.090,19		2.090,19
VARIACIÓN DE LAS PROVISIONES					841,85	841,85
APLICACIÓN DE RESULTADOS				-2.077,59		-2.077,59
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2007				-1.023,78		-1.023,78
Ingreso en el Tesoro del beneficio correspondiente al ejercicio 2008				-1.053,82		-1.053,82
<b>B) CAMBIOS OCURRIDOS EN EL EJERCICIO. B = 1 + 2 + 3 + 4</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>1.440,41</b>	<b>12,60</b>	<b>841,85</b>	<b>2.294,86</b>
<b>C) SALDOS AL FINAL DEL EJERCICIO 2008. C = A + B</b>	<b>1.000,00</b>	<b>1.000,00</b>	<b>5.811,51</b>	<b>1.036,37</b>	<b>4.847,66</b>	<b>13.695,54</b>

Las variaciones reflejadas en este cuadro ya se han explicado en las notas explicativas al balance y 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 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, solo excepcionalmente, los Fondos de Garantía de Depósitos «podrán nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2008, 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 2008, 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 2008	Tipo de interés percibido (%)	Tipo de interés de referencia (%)	Lucro cesante estimado
Endeudamiento neto del Estado	4.164,03	—	4,04	168,07
Préstamos vivienda y anticipos a empleados	178,24	1,07	4,04	5,31
<i>Préstamos vivienda</i>	<i>133,03</i>	<i>1,33</i>	<i>4,04</i>	<i>3,62</i>
<i>Anticipos reintegrables</i>	<i>35,89</i>	<i>—</i>	<i>4,04</i>	<i>1,45</i>
<i>Préstamos sociales a empleados</i>	<i>9,32</i>	<i>1,50</i>	<i>4,04</i>	<i>0,24</i>
TOTAL	4.342,27	1,07	4,04	173,37

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; el Tesoro puede 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 2008 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 2008 el Tesoro abonó al Banco de España la cantidad de 519.997.110,10 euros, precio efectivo de mercado de la deuda amortizada en esa fecha.



Plaza Pablo Ruiz Picasso, 1  
Torre Picasso  
28020 Madrid  
España

Tel.: +34 915 14 50 00  
Fax: +34 915 14 51 80  
+34 915 56 74 30  
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 2008 y 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 2008, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere, exclusivamente, a las cuentas anuales del ejercicio 2008. Con fecha 3 de junio de 2008 emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2007, en el que expresamos una opinión favorable.

### Opinión

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2008 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 2008 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 Martín

25 de mayo de 2009

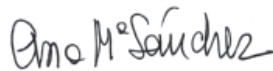
## 2 Informe de la Comisión de Auditoría

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 2008.

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 2008, 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 2008, realizada por su auditoría interna; 3) estudio de la documentación solicitada por los miembros de esta Comisión a los auditores externos independientes; 4) entrevistas con los responsables de la auditoría externa independiente, del Departamento de Auditoría Interna y de Intervención General, y 5) propuestas de modificación, corrección o aclaración de diversos extremos, todas ellas satisfactoriamente incorporadas a las cuentas anuales por 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 2008 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 7 de mayo de 2009.



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 2008 y el primer trimestre de 2009.

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 2008 y marzo de 2009, especificando la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín Económico* donde fueron analizadas.

3.4.2009.

## 1 Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2008 hasta marzo de 2009

### ENERO 2008

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE 2008 Y ENERO DE 2009. —La *ORDEN EHA/15/2008, de 10 de enero* (BOE del 17), dispuso la creación de deuda del Estado durante el año 2008 y enero de 2009, y dos *resoluciones del 21 de enero de 2008*, del Tesoro (BOE del 28), determinaron las emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, así como el calendario de subastas para el año 2008 y enero de 2009.

La principal novedad de la Orden hace referencia a las operaciones de gestión de tesorería que puede realizar el Tesoro. Anteriormente, estas operaciones se limitaban a la cesión del saldo del Tesoro en el Banco de España a las entidades de crédito, a través de las denominadas «subastas de liquidez», así como operaciones activas de préstamo que se podían contratar con otros Estados de la Unión Europea o con entidades que gocen de la garantía expresa de aquellos. Ahora, se amplía la gama de operaciones de adquisición temporal de activos, siempre que tengan por objeto valores de alta calidad crediticia negociados en mercados regulados, que se formalizarán con los creadores de mercado.

En lo referente a las letras del Tesoro, se reiniciaron las emisiones a tres meses a partir del mes de octubre de 2008, para compensar la estacionalidad de la tesorería del Estado. Estas últimas emisiones, interrumpidas en 2005, sustituyen a las de letras a seis meses, utilizadas durante 2007. Además, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales a las convocadas.

En relación con los bonos y obligaciones del Estado, los procedimientos de emisión son los vigentes en 2007, y, al igual que para las letras, se elabora el calendario anual de subastas que se acompaña en la Resolución. Los plazos de emisión en ambas modalidades de deuda serán los habituales, si bien no se descarta la opción de reanudar las emisiones a quince años, y se mantiene la posibilidad de realizar emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad, con el fin de garantizar su liquidez en los mercados secundarios y atender la demanda de los inversores.

NORMAS RELATIVAS A LA CONTABILIDAD DE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA. —La *ORDEN EHA/35/2008, de 14 de enero* (BOE del 22), desarrolló las normas relativas a la contabilidad de las instituciones de inversión colectiva (IIC), la determinación del patrimonio, el cómputo de los coeficientes de diversificación del riesgo, y determinados aspectos de las IIC cuya política de inversión consiste en reproducir, replicar o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija, así como los requisitos de los sistemas de control interno y de gestión y control de riesgos de las sociedades gestoras de IIC.

En primer lugar, en relación con las IIC cuya política de inversión consiste en replicar o reproducir un determinado índice bursátil o de renta fija, se amplía del 10% al 20% del patrimonio el límite de diversificación del riesgo, es decir, el porcentaje del patrimonio que pueden invertir en acciones u obligaciones de un mismo emisor. En segundo lugar, se enumeran los requisitos de los sistemas de control interno y de gestión y de control de riesgos de las sociedades gestoras de IIC, señalando, entre otros aspectos, que dichas sociedades deberán contar con una adecuada organización administrativa y contable, así como con medios técnicos y humanos y procedimientos o mecanismos de control adecuados a los objetivos de inversión de las IIC que gestionen, habilitando a la CNMV para su desarrollo. Por último, se habilita a la CNMV para que dicte normas sobre la contabilidad de las IIC en aspectos tales como criterios de

valoración, cuentas anuales, determinación del patrimonio, de los resultados, de los estados complementarios de información de las IIC, y frecuencia y detalle con que los datos deban ser suministrados a la CNMV.

**OBLIGACIONES DE LOS NOTARIOS EN EL ÁMBITO DE LA PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALS.** —La *ORDEN EHA/114/2008, de 29 de enero* (BOE del 31), reguló el cumplimiento de determinadas obligaciones de los notarios en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales; en concreto, en lo referente a la identificación de sus clientes, la conservación de los documentos empleados en la identificación de los mismos, y los procedimientos de control interno y de comunicación dirigidos a la prevención del blanqueo de capitales.

Los notarios deberán solicitar que les sea exhibida, para su incorporación al protocolo, la declaración de los movimientos de medios de pago cuando la operación que autorizan se realice, o se haya realizado con anterioridad, en moneda metálica, billetes de banco o cheques bancarios al portador, por importe igual o superior a 100.000 euros. En caso de que no les fuera exhibida, estarán obligados a comunicarlo al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (órgano regulado en la Ley 19/1993, de 28 de diciembre).

**SERVICIO DE LIQUIDACIÓN DE DEPÓSITOS INTERBANCARIOS.** —La *Resolución de 25 de enero de 2008* (BOE del 13 de febrero), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, aprobó las cláusulas generales aplicables al Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios (SLDI). El SLDI se encarga del registro y de la liquidación de las operaciones del mercado interbancario de depósitos negociadas entre las entidades de crédito, de conformidad con lo establecido en las cláusulas y sus aplicaciones técnicas de desarrollo.

En las cláusulas se recogen, entre otros asuntos, los criterios de acceso al SLDI, los procedimientos de comunicación, case y registro de órdenes, y su posterior proceso de liquidación. Cabe reseñar que podrán ser admitidas como miembros del SLDI las entidades de crédito que, siendo participantes directos o indirectos del sistema TARGET2, tengan, a juicio del Banco de España, suficiente solvencia y capacidad jurídica y técnica. Las entidades miembros asumirán por su propia y exclusiva cuenta los riesgos de crédito, de tipo de interés, de liquidación y cualquier otro que contraigan en la contratación, compensación y liquidación de las operaciones de depósito registradas por dicho Servicio.

En caso de producirse un acontecimiento externo anormal u otro acontecimiento que afecte al funcionamiento del SLDI, se aplicarán los procedimientos de contingencia y continuidad operativa establecidos en las correspondientes aplicaciones técnicas dictadas por el Banco de España en cada momento.

**SISTEMA TARGET2: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA.** —Se publicó la *CBE 1/2008, de 25 de enero* (BOE del 13 de febrero), sobre el sistema de compensación en caso de mal funcionamiento del sistema TARGET2, conforme a lo previsto en la Orientación del BCE de 26 de abril de 2007, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

La Circular modifica parcialmente la CBE 2/2003, de 24 de junio, para adaptar su redacción a las modificaciones de la Orientación BCE/2005/16, de 30 de diciembre de 2005, sobre TARGET. En concreto, se amplía la casuística en la que se produce el mal funcionamiento de TARGET, y se modifican el plazo máximo de remisión de las reclamaciones y el plazo con el que cuenta el Consejo de Gobierno del BCE para evaluar y decidir sobre las mismas.

RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA RELACIÓN DE BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO. —La *CBE 2/2008, de 25 de enero* (BOE del 7 de febrero), modificó la relación de bancos multilaterales de desarrollo contenida en la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito. En concreto, se actualiza la relación de bancos multilaterales de desarrollo, a fin de igualarla a la que se incluyó en la Directiva 2006/48/CE, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, lo que implica la supresión de la Corporación Interamericana de Inversiones y la inclusión del Banco Europeo de Inversiones, del Fondo Financiero Internacional para la Inmunización y del Banco Islámico de Desarrollo.

EMISORES CON VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN EN MERCADOS REGULADOS: INFORMACIÓN PERIÓDICA. —Se publicó la *CCNMV 1/2008, de 30 de enero* (BOE del 15 de febrero), sobre información periódica de los emisores con valores admitidos a negociación en mercados regulados relativa a los informes financieros semestrales, las declaraciones de gestión intermedias y, en su caso, los informes financieros trimestrales. La Circular desarrolla los modelos de información periódica relativos a cuentas anuales resumidas, individuales y consolidadas, de carácter semestral; las declaraciones de gestión intermedias y, en su caso, el contenido de los informes financieros trimestrales. La presentación de la información será remitida por vía telemática.

## FEBRERO 2008

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES: RÉGIMEN JURÍDICO DE LA CONTABILIDAD Y LA INFORMACIÓN FINANCIERA. —La *Orientación BCE/2007/20, de 17 de diciembre* (DOUE de 16 de febrero), modificó la *Orientación BCE/2006/16*, sobre el régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el SEBC, con el fin regular la contabilidad de los instrumentos sintéticos, así como un marco definido para los auditores externos del Eurosistema. También se aprovechó para sustituir las referencias realizadas a TARGET por TARGET2 y actualizar las definiciones correspondientes en la *Orientación BCE/2006/16*. La norma detalla pormenorizadamente la naturaleza de estos instrumentos y establece un tratamiento alternativo en cuanto a su valoración, así como el cumplimiento de una serie de requisitos para su aplicación.

RECURSOS PROPIOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA. —Se publicó el *Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero* (BOE del 16), de recursos propios de las entidades financieras, que aborda la transposición parcial de la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), y la Directiva 2006/49/CE, del Parlamento europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las entidades de servicios de inversión (ESI) y las entidades de crédito (refundición).

En lo referente a las entidades de crédito, se establecen, entre otros aspectos: 1) los elementos que integran los recursos propios de las entidades de crédito; 2) los elementos que se deducen del cálculo de dichos recursos propios; 3) las condiciones para la computabilidad de determinados elementos, y 4) la distinción entre recursos propios básicos, recursos propios de segunda categoría y recursos auxiliares.

La principal novedad respecto al *riesgo de crédito* es la opción para las entidades de elegir entre el *método estándar* y el *método basado en calificaciones internas*. Asimismo, se aborda el tratamiento del *riesgo de contraparte* que asumen las entidades de crédito, a los efectos del cálculo de las exposiciones ponderadas por riesgo de crédito, ya sean estas calculadas conforme al método estándar o conforme al método basado en calificaciones internas. Los res-

tantes riesgos son similares a los contemplados en la normativa anterior, a excepción del riesgo operacional, que se regula por primera vez.

Otras novedades destacables son: 1) la existencia de procedimientos de gobierno, estructura organizativa, gestión de riesgos y control interno, que incluye un proceso de autoevaluación del capital interno, que se deberá remitir al Banco de España, y 2) la divulgación de información al mercado, estando obligadas a publicar el documento denominado «Información con relevancia prudencial», con frecuencia, al menos, anual y tan pronto como sea viable.

En lo referente a las ESI, se detallan las obligaciones, los requerimientos y la fórmula de cálculo de los recursos propios de las ESI, a nivel individual y consolidado. Adicionalmente, se reseñan una serie de exigencias organizativas y de técnicas de valoración de los riesgos a los que las ESI puedan estar expuestas, y se incluye la obligación de disponer de un mecanismo de autoevaluación del capital interno. Todas estas políticas y procedimientos deberán resumirse en un informe anual que deberán remitir a la CNMV. Finalmente, las ESI elaborarán anualmente el documento denominado «Información sobre solvencia», aunque la CNMV puede determinar una frecuencia de divulgación mayor para ciertos datos o informaciones.

Por último, se modifican los requisitos de solvencia de las sociedades de garantía recíproca y de las sociedades de reafianzamiento, estableciendo un régimen específico de recursos propios y de diversificación de riesgos para este tipo de entidades. En particular, se reconoce que el reafianzamiento es un instrumento que, bajo determinadas condiciones, reduce el riesgo de crédito, por lo que deberá conllevar una reducción de los requerimientos de recursos propios de los compromisos que se beneficien de contratos generales de reaval o reafianzamiento.

RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN Y DE LAS DEMÁS ENTIDADES QUE PRESTAN SERVICIOS DE INVERSIÓN: MODIFICACIÓN DE SU NORMATIVA. —El *Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero* (BOE del 16), estableció el régimen jurídico de las ESI y de las demás entidades que prestan servicios de inversión. Dentro de su ámbito de aplicación, se distinguen las ESI a las que es de aplicación toda la norma, del resto de las entidades que prestan estos servicios (las entidades de crédito y las sociedades gestoras de IIC), a las que les son de aplicación ciertas normas de organización interna y las normas de conducta.

En lo que se refiere al régimen general de las ESI, se incorporan las novedades introducidas por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, así como determinados preceptos de la Directiva 2006/73/CE, de 10 de agosto. Dentro de su tipología se recogen las empresas de asesoramiento financiero, definiendo sus servicios de manera específica y estableciendo un régimen especial de autorización. En cuanto al régimen de autorización y requisitos para ejercer la actividad, son similares al marco normativo anterior, con ciertas excepciones. Asimismo, se establece un régimen especial de autorización para las empresas de asesoramiento financiero, dados el carácter y la naturaleza peculiar de las funciones que realizan. Conforme a la normativa europea, se reconoce la existencia de un tipo especial de agencia de valores con menores requisitos de capital, pudiendo ser sustituido, en determinados casos, por un seguro de responsabilidad civil, o una combinación de ambos.

Otras novedades importantes son: 1) los requisitos de organización interna que han de cumplir las ESI, así como las entidades de crédito y las sociedades gestoras de IIC que presten servicios de inversión; 2) un catálogo de normas de actuación que han de seguirse en la prestación de servicios de inversión; 3) las condiciones que debe cumplir la información para que

sea imparcial, clara y no engañosa, incluyendo la referente a la clasificación de clientes (minoristas, profesionales y contrapartes elegibles), y 4) los requisitos generales de información a los clientes minoristas con antelación suficiente a la celebración del contrato de prestación de servicios.

ENTIDADES DE DINERO ELECTRÓNICO: RÉGIMEN JURÍDICO.—El *Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero* (BOE del 3 de marzo), estableció el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico (EDE), completando la transposición a nuestro ordenamiento de la Directiva 2000/46/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de septiembre de 2000, sobre el acceso a la actividad de las EDE.

Respecto a su régimen de creación, se mantiene el esquema de los procedimientos ya previstos para las restantes entidades de crédito, aunque se contemplan especiales características, con un régimen diferenciado en un buen número de aspectos: a) se exigen menores requisitos relacionados con la supervisión cautelar y la no sujeción a determinados preceptos de la normativa bancaria; b) se limitan las actividades que tales entidades pueden llevar a cabo, y c) se impone un régimen de inversiones obligatorias en determinados activos. Las EDE, al igual que el resto de las entidades de crédito, quedan sujetas a la supervisión y control del Banco de España, al que se habilita para dictar las normas de desarrollo necesarias para el adecuado ejercicio de sus funciones.

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES EN MATERIA FINANCIERO-ACTUARIAL. CÁLCULO DE LA RENTABILIDAD DE LOS PLANES DE PENSIONES.—La *Orden EHA/407/2008, de 7 de febrero* (BOE del 21), desarrolló la normativa de planes y fondos de pensiones en materia financiero-actuarial, el régimen de inversiones y los procedimientos registrales, a la vista de las modificaciones introducidas en el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones.

Los aspectos más reseñables son los siguientes: 1) se actualiza la normativa referente a la actividad profesional de los actuarios en materia de planes de pensiones, y se delimitan sus funciones; 2) se ajustan las hipótesis demográficas, financieras y económicas; 3) se admiten los procedimientos y métodos contrastados técnicamente, con la prudencia que requieren los cálculos a largo plazo y los múltiples elementos de riesgo que pueden afectar a los planes de pensiones; 4) se clarifican determinados aspectos relativos a la cuantificación y definición de las aportaciones, distinguiendo entre aportaciones y contribuciones ordinarias de las aportaciones y contribuciones excepcionales; 5) se desarrolla el régimen aplicable a los instrumentos derivados, determinándose los requisitos que les resulten exigibles, según tengan o no la condición de negociados en mercados regulados, y 6) se incluyen desarrollos puntuales sobre procedimientos administrativos de autorizaciones y comunicaciones registrales.

REGLAMENTO DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA Y ESTATUTO DE LA COMISIÓN NACIONAL DE LA COMPETENCIA.—Se publicaron el *Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero* (BOE del 27), por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia, y el *Real Decreto 331/2008, de 29 de febrero* (BOE del 3 de marzo), por el que se aprueba el estatuto de la Comisión Nacional de la Competencia (CNC), en el que se establecen las cuestiones relativas al funcionamiento y régimen de actuación de la CNC.

## MARZO 2008

DIRECTIVAS COMUNITARIAS: COMPETENCIAS ATRIBUIDAS A LA COMISIÓN EUROPEA EN EL ÁMBITO FINANCIERO.—Se publicó una serie de directivas que atribuyen determina-

das competencias a la Comisión Europea para realizar adaptaciones técnicas, ampliar o completar disposiciones, que tengan en cuenta, entre otras cosas, la evolución tecnológica de los mercados financieros, así como garantizar la aplicación uniforme de dichas directivas dentro de la Unión Europea. En el ámbito financiero, cabe reseñar las siguientes:

La *Directiva 2008/24/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 20), que modificó 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. Faculta a la Comisión para que establezca determinadas adaptaciones técnicas y medidas de ejecución relativas a la determinación de fondos propios y la organización, el cálculo y la evaluación de riesgos y exposiciones al riesgo.

La *Directiva 2008/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 20), que modificó la *Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre*, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero.

La *Directiva 2008/26/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 20), que modificó la *Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero*, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). Concede competencias a la Comisión para que tome las medidas necesarias para la ejecución de la *Directiva 2003/6/CE*; en especial, elaborar o completar las disposiciones de dicha *Directiva* mediante las modalidades técnicas que permitan la publicación de información privilegiada y de listas de personas con acceso a información privilegiada, y la notificación a las autoridades competentes sobre operaciones y actividades sospechosas del personal directivo, y presentar los trabajos de investigación.

La *Directiva 2008/23/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), que modificó la *Directiva 2006/49/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio*, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito. Confiere competencias a la Comisión para que, entre otras cosas, adapte las disposiciones de la *Directiva 2006/49/CE*, en lo relativo a la determinación de fondos propios, a la organización, el cálculo y la evaluación de riesgos y exposiciones, y a las categorías de empresas de inversión que están sujetas a la citada *Directiva*.

La *Directiva 2008/22/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), que modificó la *Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre*, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

La *Directiva 2008/20/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), que modificó la *Directiva 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.

La *Directiva 2008/18/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), que modificó la *Directiva 85/611/CEE, del Consejo de las Comunidades Europeas, de 20 de diciembre*, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Otorga competencias a la Comisión para que adopte las medidas necesarias para la aplicación de la *Directiva 85/611/CEE*, y de adaptar la terminología y las definiciones principales de



acuerdo con los actos subsiguientes relativos a los OICVM y a otros asuntos relacionados, en lo relativo al ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión.

La *Directiva 2008/11/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo* (DOUE del 19), que modificó la *Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre*, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. Confiere competencias a la Comisión para que adapte definiciones, elabore o complete las disposiciones de la *Directiva 2003/71/CE*, mediante la especificación detallada de la forma y los contenidos de un folleto.

Antes del 31 de diciembre de 2010 y, a continuación, cada tres años como mínimo, la Comisión revisará las disposiciones relativas a sus competencias de ejecución otorgadas por las directivas reseñadas, y presentará un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre el funcionamiento de dichas competencias.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE CARÁCTER FINANCIERO: OPERACIONES CON INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS Y OTRAS CUESTIONES. — Se publicó la *Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo* (BOE del 2 de abril), sobre operaciones de las IIC de carácter financiero con instrumentos financieros derivados y por la que se aclaran determinados conceptos.

En primer lugar, se determinan los instrumentos derivados que son aptos para la inversión, recogiendo la finalidad para la que pueden ser utilizados, bien para asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en toda o parte de la cartera, bien como inversión para una gestión más eficaz o con un objetivo concreto de rentabilidad, facultando a la CNMV para autorizar el uso de otros instrumentos financieros derivados diferentes. En segundo lugar, se introducen requisitos adicionales cuando el subyacente consista en determinados activos (derivados cuyo activo subyacente consista en el riesgo de crédito, en un índice financiero, y en aquellos cuyo activo subyacente consiste en la volatilidad de otro activo), o cuando el instrumento no esté negociado en un mercado organizado.

En tercer lugar, se establecen límites generales para la utilización de instrumentos derivados por riesgo de mercado, por riesgo de contraparte y en el modo de valorar sus posiciones. Cuando no exista un mercado suficientemente líquido que permita valorarlo diariamente, la sociedad gestora o la SICAV, antes de realizar la operación, deberá someter a verificación por parte del depositario, en su caso, el método de valoración que haya decidido utilizar. En cuarto lugar, se incluye una serie de obligaciones de control interno para operar con derivados, y se establece la información que debe remitirse a la CNMV, a los partícipes y a los accionistas sobre las operaciones realizadas. Por último, se especifican las previsiones que serán de aplicación a las IIC de carácter financiero que pretendan comercializar este tipo de productos en otros Estados miembros de la Unión Europea.

SOCIEDADES Y FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA: INFORMACIÓN FINANCIERA. — Se publicó la *CCNMV 2/2008, de 26 de marzo* (BOE del 3 de mayo), por la que se modifica parcialmente la *Circular 4/1994, de 14 de diciembre*, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria. La Circular establece que las sociedades gestoras de IIC o las sociedades de inversión deben remitir los informes de tasación, que ahora se denomina «Extracto de informe de tasación», por vía telemática, eliminando la remisión de los certificados de tasación en soporte papel, junto con otra información adicional. Finalmente, se detalla cierta información concer-



niente a las valoraciones de inmuebles con el fin de determinar el patrimonio de las IIC inmobiliarias.

## ABRIL 2008

MEDIDAS DE IMPULSO A LA ACTIVIDAD ECONÓMICA.—Se publicó el *Real Decreto Ley 2/2008, de 21 de abril* (BOE del 22), de medidas de impulso a la actividad económica, reseñando a continuación las más relevantes desde el punto de vista financiero y fiscal.

En el ámbito del IRPF, se añade, con efectos desde el 1 de enero de 2008, una nueva deducción de 400 euros para los perceptores de rendimientos del trabajo y de actividades económicas, siempre que no se superen determinados límites. Asimismo, se realizan determinados cambios que permiten diseñar reglamentariamente el nuevo procedimiento de cálculo del tipo de retención e ingreso a cuenta. En el Impuesto sobre Sociedades, se arbitran medidas para compensar los efectos fiscales derivados de la aplicación del nuevo Plan General de Contabilidad (PGC) regulado en el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, y el PGC de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas, aprobado por el Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre. En el Impuesto sobre la Renta de no Residentes, se amplía el ámbito de las exenciones en relación con la deuda pública y otros instrumentos de renta fija para todos los no residentes, con independencia de su lugar de residencia.

Algunas medidas reseñables son, entre otras: 1) la exención en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados de las operaciones de ampliación del plazo de préstamos con garantía hipotecaria concedidos para la adquisición, construcción y rehabilitación de la vivienda habitual; 2) el aumento de la dotación máxima prevista en la Ley de Presupuestos Generales para 2008 para el otorgamiento de avales del Estado a bonos de titulización en el marco de la iniciativa FTPYME; 3) la habilitación al Gobierno para la aprobación de un plan extraordinario de medidas de orientación, formación profesional e inserción laboral, y 4) el establecimiento de subvenciones para el proceso de búsqueda de empleo.

## MAYO 2008

DETERMINACIÓN Y CONTROL DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—Se publicó la *CBE 3/2008, de 22 de mayo* (BOE del 10 del junio), sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, que constituye el desarrollo final, en el ámbito de las entidades de crédito, de la legislación sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras.

Se establecen requerimientos de recursos propios mínimos similares a los establecidos en el régimen anterior, añadiendo básicamente los necesarios para cubrir el riesgo de dilución y el riesgo operacional. Asimismo, se diferencian los recursos propios básicos de los de segunda categoría, y se introducen, como novedad, los recursos propios auxiliares, integrados por las financiaciones subordinadas a corto plazo que tengan en circulación.

Dentro de las limitaciones en la computabilidad de los recursos propios, cabe reseñar algunas novedades en lo que afecta a las participaciones preferentes y a las acciones sin voto. También se limita el cómputo de las participaciones en filiales que representen los intereses minoritarios presentes en las mismas como recursos propios del grupo.

Los requerimientos de recursos propios para la cobertura del riesgo de crédito se mantienen en el 8% de los activos ponderados por riesgo, incluyendo las cuentas de orden que incorporen riesgo de crédito y no hayan sido deducidas de los recursos propios. Las novedades proceden de la posibilidad de las entidades de crédito de elegir entre el método estándar y el método basado en calificaciones internas para el cálculo de las exposiciones ponderadas por riesgo y, consecuentemente, los requerimientos de capital resultantes.

En el método estándar, se determinan las ponderaciones aplicables a las distintas exposiciones de riesgo, que presentan ciertas novedades respecto al régimen anterior. En especial, la posibilidad de utilizar calificaciones externas para determinar la ponderación correspondiente a las diferentes exposiciones de riesgo. Asimismo, se fijan los requisitos que deben cumplir las agencias de calificación externas, denominadas ECAI (*External Credit Assessment Institution*), que solo podrán ser utilizadas cuando hayan sido reconocidas por el Banco de España. Para ello, se le exigirá a la ECAI que su metodología de calificación cumpla los requisitos de objetividad, independencia, revisión continua y transparencia, establecidos de forma detallada en la Circular. También es reseñable el reconocimiento de las calificaciones crediticias efectuadas por agencias de crédito a la exportación para determinar la ponderación de riesgo de una exposición frente a administraciones centrales o bancos centrales, o cuando procedan de la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE).

El segundo método basado en calificaciones internas, denominado método IRB (*Internal Ratings-Based*) queda supeditado a la autorización del Banco de España. También se podrá pedir autorización para usar estimaciones propias de pérdida en caso de incumplimiento (LGD, *Loss Given Default*) de los factores de conversión o de ambos. Asimismo, se establece un conjunto de requisitos mínimos prudenciales y técnicos, relacionados fundamentalmente con la gestión de riesgos y la solidez de los controles internos de la entidad de crédito para la utilización del método IRB.

Se recoge, por primera vez, el tratamiento del *riesgo de dilución*, que consiste en el riesgo de que el importe de los derechos de cobro adquiridos por la entidad de crédito se vea reducido en favor del deudor por causas tales como las relaciones comerciales entre el deudor y el vendedor de los derechos. Para su cálculo, se establece con detalle la estimación de los parámetros de riesgo y de las pérdidas esperadas. No obstante, dichos cálculos no serán necesarios cuando la entidad de crédito tenga acción directa contra el vendedor de los referidos derechos en relación con la totalidad del riesgo de incumplimiento y del riesgo de dilución, o cuando dicho riesgo no sea significativo.

Otra novedad de la norma hace referencia a las técnicas admisibles para la reducción del riesgo de crédito, y los requisitos para su aplicación. Dichas técnicas son de tres tipos: coberturas basadas en garantías reales o instrumentos similares, coberturas basadas en garantías personales, incluso las derivadas de seguros de crédito, y los derivados de crédito.

Finalmente, dentro del riesgo de crédito se introducen, como novedad relevante, los requerimientos de recursos propios por las exposiciones de titulización, tanto para la entidad originaria como para la tenedora o cualquier otro participante en el proceso. Para calcular el valor de exposición y la ponderación de riesgo de cada una de las posiciones mantenidas en la titulización, las entidades pueden utilizar el método estándar de titulización o el método IRB. También se permite utilizar ambos métodos para las diferentes exposiciones titulizadas que componen la cartera subyacente (*carteras mixtas*), siempre que la entidad cumpla determinadas condiciones.

Por otro lado, se regulan, por primera vez, los requerimientos de recursos propios por riesgo operacional, es decir, los riesgos de pérdidas debidos a sucesos que se pueden producir dentro del propio funcionamiento de la entidad. Los métodos que se pueden utilizar son: el del indicador básico, el estándar y, en su caso, el método estándar alternativo, y los métodos avanzados, basados en los sistemas de medición propios de cada entidad.

En referencia a los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito de contraparte y de tipo de cambio, se añaden, dentro de los métodos de cómputo, el de los modelos internos, que podrán utilizarse previa autorización del Banco de España. Las entidades de crédito podrán utilizar técnicas de reducción del riesgo de contraparte, como los acuerdos de compensación contractual, los contratos bilaterales de novación entre una entidad de crédito y su contraparte, y los acuerdos de compensación contractual entre productos, siempre que cumplan una serie de requisitos establecidos en la norma.

En relación con las coberturas por el riesgo de la cartera de negociación, hay que destacar, como novedad, que las entidades de crédito pueden calcular sus requerimientos de recursos propios por riesgo de precio, incluido el de las posiciones en materias primas, y por riesgo de tipo de cambio y de la posición en oro, mediante sus propios modelos internos de gestión de riesgos, siempre que cuenten con un nivel de actividad significativo, y previa autorización del Banco de España.

En caso de incumplimiento de las normas de solvencia, se introducen las siguientes novedades: se equipara una insuficiencia del 20% de los recursos propios mínimos con una insuficiencia del 50% de los recursos propios básicos, por lo que, si una entidad de crédito o un grupo de entidades de crédito presentan un déficit de recursos propios superior a los citados límites, deberá destinar a reservas la totalidad de sus beneficios o excedentes netos. No obstante, se otorgan atribuciones al Banco de España para modificar esta obligación en caso de que se apruebe el programa de retorno al cumplimiento de los niveles exigibles presentado por la entidad. Cuando el déficit de recursos propios sea igual o inferior al 20%, se someterá la distribución de sus resultados a la autorización previa del Banco de España, que establecerá el porcentaje mínimo que se ha de destinar a reservas, atendiendo al programa presentado para retornar a los niveles exigibles.

Una de las novedades reseñables de la Circular es la gestión interna de sus riesgos y las obligaciones de información al mercado. En relación con la primera, las entidades de crédito y sus grupos dispondrán de sólidos procedimientos de gobierno interno, y en especial de una estructura organizativa clara, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes; de mecanismos adecuados de control interno, incluidos procedimientos administrativos y contables igualmente adecuados, y procedimientos eficaces de identificación, gestión, control e información de los riesgos a los que estén expuestas. Además, este nuevo sistema de gestión de riesgos incluye dos nuevos conceptos: una evaluación expresa del riesgo de tipo de interés del balance y una autoevaluación de su capital.

En cuanto a la divulgación de la información de la entidad, se determinan los contenidos mínimos del documento «Información con relevancia prudencial», que deberá hacerse público, al menos con periodicidad anual, al mismo tiempo que la publicación de las cuentas anuales, aunque, según los casos, se podrá exigir una frecuencia mayor. También las propias entidades podrán aumentar la frecuencia de dicha publicación si lo consideran oportuno a la vista de las características de su negocio.

## JUNIO 2008

BANCO CENTRAL EUROPEO: INTRODUCCIÓN Y DISTRIBUCIÓN DEL EFECTIVO EN EUROS. — Se publicó la *Orientación BCE/2008/4, de 19 de junio de 2008* (DOUE del 4 de julio), que modifica la *Orientación BCE/2006/9, de 14 de julio de 2006*, sobre ciertos preparativos para la introducción del efectivo en euros y sobre la distribución y subdistribución anticipadas de billetes y monedas en euros fuera de la zona del euro, con el fin de mejorar los aspectos logísticos de la introducción del efectivo en euros en futuros Estados miembros participantes. A partir de ahora, además de las entidades de crédito y de las oficinas de correos nacionales,

se permite que estas designen como agentes a empresas de transporte de fondos para que, por su cuenta y riesgo, almacenen y subdistribuyan anticipadamente billetes y monedas en euros a terceros profesionales.

Por otro lado, se permite a los bancos centrales nacionales (BCN) del Eurosistema, que hasta la fecha eran los encargados de realizar las auditorías y las inspecciones en los locales de las entidades receptoras de la distribución y subdistribución anticipadas, que confíen esas tareas a otros poderes públicos competentes, a fin de verificar la presencia en ellos de los billetes y monedas en euros subdistribuidos anticipadamente.

Finalmente, se establece un procedimiento simplificado de subdistribución anticipada, aplicable únicamente en caso de pequeñas cantidades de billetes y monedas en euros a ciertas clases de minoristas (empresas con menos de 10 empleados y cuyo volumen de negocio anual o cuyo balance general anual no supere los 2 millones de euros).

## JULIO 2008

ENTIDADES ASEGURADORAS: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA. — Se publicaron el *Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio* (BOE del 11 de septiembre), que aprueba el nuevo plan de contabilidad de las entidades aseguradoras (en adelante, el Plan), y el *Real Decreto 1318/2008, de 24 de julio* (BOE del 11 de septiembre), que modifica el Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre.

El Plan, que toma como referencia al PGC, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, se estructura en cinco partes: el marco conceptual de la contabilidad, las normas de registro y valoración, las cuentas anuales, el cuadro de cuentas y las definiciones y relaciones contables. Asimismo, se establece un régimen transitorio para la aplicación por primera vez del Plan, que contempla: la información que se debe incluir en el primer ejercicio de su aplicación, la posibilidad de que las entidades valoren los inmuebles por su *valor razonable* en la fecha de transición al Plan, la aplicación retroactiva de los criterios contenidos en el mismo, con determinadas excepciones, y una serie de particularidades relativas a las combinaciones de negocios. Por último, se incluye una disposición adicional relativa al régimen de la reserva de estabilización a efectos de la distribución de dividendos a cuenta, que tendrá la consideración de reserva obligatoria establecida por Ley.

Por otra parte, se adecua el Reglamento al nuevo marco contable aplicable a las entidades aseguradoras, de acuerdo con 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 Unión Europea. Asimismo, se incorporan al texto reglamentario ciertos ajustes técnicos necesarios para su adecuación a la problemática de nuevos productos de seguros.

## AGOSTO 2008

MEDIDAS DE REFORMA ESTRUCTURAL Y DE IMPULSO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA. — Se publicó la *Orden Pre/2424/2008, de 14 de agosto* (BOE del 15), por la que se da publicidad al Acuerdo del Consejo de Ministros de 14 de agosto de 2008, sobre medidas de reforma estructural y de impulso de la financiación de las pequeñas y medianas empresas. Dicho Acuerdo establece un programa de actuaciones en sectores estratégicos, que comprometen a todos los ministerios económicos para acelerar su puesta en marcha a través de un conjunto de medidas que se deben impulsar a corto plazo. Desde el punto de vista financiero, el Ministerio de Economía y Hacienda presentará una propuesta para otorgar avales con la garantía del Estado, por una cuantía máxima de 3 mm de euros en 2009 y 2010, que tengan como objetivo garantizar valores de renta fija emitidos por fondos de titulización, cuyos activos sean préstamos o créditos concedidos a pequeñas o medianas empresas. Asimismo, el ICO pondrá

en marcha una línea de mediación para la financiación de proyectos de inversión de medianas empresas por una cuantía máxima de 2 mm de euros en 2009 y 2010.

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA EN MATERIA DE CUENTAS FINANCIERAS TRIMESTRALES. —La *Orientación BCE/2008/6, de 26 de agosto de 2008* (DOUE del 27 de septiembre), modificó la Orientación BCE/2002/7, de 21 de noviembre de 2002, con el fin de adecuar las normas de codificación al programa de transmisión de datos, revisado conforme al Sistema Europeo de Cuentas 1995 (SEC 95). La armonización de las normas de codificación por esta Orientación es una modificación técnica que ni cambia el marco conceptual subyacente de las exigencias de información ni afecta a la carga informadora.

## SEPTIEMBRE 2008

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS CONTABLES, CUENTAS ANUALES Y ESTADOS DE INFORMACIÓN RESERVADA. —La *CNNMV 3/2008, de 11 de septiembre* (BOE del 2 de octubre), sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las IIC, adaptó el régimen contable de las IIC, tanto financieras como inmobiliarias, al nuevo marco contable establecido en el PGC.

La Circular establece unas normas y criterios de contabilidad para ambos tipos de entidades que, si bien se enmarcan en los principios y directrices del nuevo PGC, adaptan este a las características propias y específicas de las IIC. Se detallan el marco contable general, los principios básicos, los criterios de valoración, las definiciones contables, la periodicidad en la contabilización, así como las normas contables específicas de estas instituciones. Dentro de los criterios de valoración, cabe reseñar la introducción del *valor razonable*, conforme establece el PGC, y otros criterios, como son el coste amortizado de un instrumento financiero, el tipo de interés efectivo, los costes de transacción atribuibles a un activo o pasivo financiero, el valor contable o en libros de los activos o pasivos, el coste histórico y el valor residual. También se define el mercado activo como aquel en que los precios de cotización están regularmente disponibles a través de una bolsa, un número significativo de intermediarios financieros, y cuentan con servicios de fijación de precios o mecanismos similares, que reflejan transacciones reales de mercado que se producen regularmente entre partes que actúan en condiciones de independencia mutua.

La norma distingue entre activos financieros, pasivos financieros e instrumentos de patrimonio, detallando los criterios de valoración para cada uno de ellos. El criterio de valoración utilizado para todos los activos financieros de las IIC de carácter financiero es su *valor razonable*, en los términos que indica la Circular, y los cambios que se produzcan en dicha valoración se imputarán en la cuenta de pérdidas y ganancias. De esta forma, las plusvalías latentes de tales activos estarán incluidas directamente en la cuenta de pérdidas y ganancias.

De igual modo, la valoración de la cartera de inversiones inmobiliarias de las IIC de carácter inmobiliario también será su *valor razonable*, y, posteriormente, el último valor de tasación. Las posibles plusvalías se llevarán a una cuenta de ajustes por cambio de valor, dentro del patrimonio de la IIC, y las minusvalías se llevarán a la cuenta de resultados, una vez se haya agotado el posible saldo positivo de la citada cuenta de ajustes.

La Circular establece los criterios y mecanismos específicos de contabilización de las operaciones concretas que son realizadas por las IIC, tanto financieras como inmobiliarias. Finalmente, se introducen nuevos modelos públicos de cuentas anuales y estados reservados de las IIC financieras e inmobiliarias, que deberán remitir a la CNMV, en los plazos establecidos, por vía telemática.

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LAS EXIGENCIAS DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA EN MATERIA DE ESTADÍSTICAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS.—La *Orientación BCE/2008/7, de 5 de septiembre de 2008* (DOUE del 17 de octubre), modificó la Orientación BCE/2005/5, de 17 de febrero de 2005, sobre las exigencias de información estadística del BCE y los procedimientos de intercambio de información estadística en el SEBC, en materia de estadísticas de las finanzas públicas, con el objeto de eliminar determinada información sobre la deuda mantenida por no residentes de un Estado miembro, ya que resulta innecesaria desde la puesta en marcha en marzo de 2008 de los *sistemas de recopilación de datos valor a valor*, junto con el uso de la base de datos de valores centralizada. Estos sistemas proporcionan información sobre la deuda pública total de la zona del euro mantenida por no residentes como parte de la posición de inversión internacional de la zona del euro. Además, su desarrollo permitirá, en su momento, compilar la tenencia de deuda pública por países y por sectores institucionales.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: MODIFICACIÓN DE LOS INFORMES PERIÓDICOS Y DEL ESTADO DE POSICIÓN.—Se publicó la *CCNMV 4/2008, de 11 de septiembre* (BOE del 7 de octubre), sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de las IIC y del estado de posición. Dada la dispersión de la normativa relativa a estos informes, se reunieron en un solo texto normativo todas las referencias a los mismos, con las adaptaciones oportunas.

La Circular reduce el informe trimestral completo, que se diferenciará del informe simplificado, porque el completo incorporará el detalle de la cartera de inversiones, mientras que el simplificado ofrece dicha información a nivel de subtotalet o totales. Asimismo, determina que el informe semestral, que debe ser entregado a los partícipes con carácter previo a la suscripción, será el informe simplificado del primer semestre o la primera parte del informe anual, según corresponda. En relación con el informe anual, se estructura en dos partes: la primera corresponde al informe semestral del segundo semestre, y la segunda contendrá las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría.

Por otra parte, se regulan la forma de acreditar el cumplimiento de la obligación de entrega de los informes periódicos con carácter previo a la suscripción de participaciones o acciones de las IIC; la manera de acreditar la renuncia expresa (que será revocable) por parte del partícipe o accionista a la recepción de dichos informes (renuncia que solo podrá efectuarse una vez recibida la primera información periódica y en documento separado); la solicitud de los informes trimestrales, y, en su caso, la remisión de los mismos por medios telemáticos.

## OCTUBRE 2008

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LAS RESERVAS MÍNIMAS.—El *Reglamento 1052/2008, del BCE, de 22 de octubre de 2008* (DOUE del 25), modificó el Reglamento 1745/2003, del BCE, de 12 de septiembre de 2003, relativo a la aplicación de las reservas mínimas, con el fin de revisar los criterios de exención de la obligación de reservas mínimas, así como la definición de los componentes de la base de dichas reservas mínimas, entre otros aspectos.

En primer lugar, se añade un nuevo criterio de exención para aquellas entidades de crédito que estén sujetas a medidas impuestas por la Unión Europea o por un Estado miembro, en virtud de las cuales se bloqueen fondos o se limite su utilización, o que estén sujetas a una decisión del Consejo de Gobierno del BCE por la que se suspenda o se excluya su acceso a las operaciones de mercado abierto o a las facilidades permanentes del Eurosistema.

En segundo lugar, se revisa puntualmente la definición de los componentes de la base respecto de la cual se calculan las reservas mínimas, a fin de precisar su redacción. También se



modifican las disposiciones relativas a la exención de la obligación de informar separadamente a entidades que mantienen reservas mínimas a través de un intermediario.

Finalmente, se establecen los criterios generales respecto a los períodos de mantenimiento transitorios de las entidades de crédito de países que adoptan el euro por primera vez, y que, por lo tanto, pasan a estar sujetas a las exigencias de reservas mínimas. En concreto, se fijan, entre otras cuestiones, las fechas del período de mantenimiento transitorio, el modo de cómputo de la base de reservas, y el plazo en que estas entidades y su banco central nacional deberán calcular y verificar las reservas mínimas.

**BANCO CENTRAL EUROPEO: CRITERIOS DE CALIDAD PARA LAS ESTADÍSTICAS DE BALANZA DE PAGOS.** — Mediante el *Reglamento 1055/2008, de la Comisión, de 27 de octubre de 2008* (DOUE del 28), se procedió a la aplicación de los criterios de calidad para las estadísticas de balanza de pagos, establecidos en el Reglamento 184/2005, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de enero de 2005. De acuerdo con esta norma, los Estados miembros proporcionarán anualmente un informe de calidad que enviarán a la Comisión Europea antes del 30 de noviembre de cada año. Dicho informe será redactado de conformidad con las normas que figuran en el anejo del Reglamento, y estará sujeto a determinados criterios de calidad, como son: actualidad y cobertura de los datos, solidez metodológica, estabilidad, plausibilidad, coherencia y precisión.

**SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA: RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS Y OTRAS INFORMACIONES DE REMISIÓN OBLIGATORIA.** — La *CBE 5/2008, de 31 de octubre* (BOE del 21 de noviembre), sobre recursos propios mínimos y otras informaciones de remisión obligatoria de las sociedades de garantía recíproca (SGR), desarrolló el Real Decreto 2345/1996, de 8 de noviembre, relativo a las normas de autorización administrativa y requisitos de solvencia de las SGR, modificado por el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras.

La Circular detalla los recursos propios computables mínimos, y mantiene un modelo de requerimientos de recursos propios, por riesgo de crédito, equivalente a los exigidos a las entidades de crédito, recogidos en la *CBE 3/2008, de 22 de mayo*, aunque, dada la menor complejidad de estas entidades, es sensiblemente más simplificado. También se mantienen los límites a los grandes riesgos, el límite al inmovilizado material y a las acciones y participaciones, y las limitaciones en la inversión de los recursos propios.

Por otro lado, las SGR deberán establecer procedimientos internos, proporcionados al carácter, escala y tamaño de sus actividades, para el control y gestión de los riesgos inherentes a su actividad, estando obligadas a comunicar al Banco de España, tan pronto como se produzcan, las pérdidas brutas por riesgo operacional que superen 100.000 euros o, si fuera inferior a dicho importe, el 1% de sus recursos propios, identificando, entre otras características, el tipo de evento de que se trate. Asimismo, llevarán un registro histórico interno de los sucesos que hayan generado pérdidas superiores a dichos límites, y de otros hechos relevantes.

Finalmente, las SGR deben presentar en el Banco de España, con carácter trimestral, los estados que se recogen en el anejo de la Circular, y mantienen la obligación de remitir al Banco de España, para su registro, los correspondientes estatutos sociales vigentes en cada momento.

**INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: ACTUALIZACIÓN DE LAS COMPETENCIAS DE LA CNMV.** — La *Orden EHA/3064/2008, de 28 de octubre* (BOE del 30), modificó la Orden del Minis-



terio de Economía y Hacienda de 26 de julio de 1989 y la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de septiembre de 1993, con el objeto de actualizar las competencias de la CNMV.

En relación con la Orden de 26 de julio de 1989, la norma adecua dichas competencias como consecuencia del cambio del ámbito de actuación de la CNMV, establecido por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que modificó sustancialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Respecto a la Orden de 24 de septiembre de 1993, la norma amplía las habilitaciones otorgadas a la CNMV para concretar ciertos aspectos contables relacionados con este tipo de instituciones: en particular, para especificar el valor de los bienes inmuebles, de otros activos y de las referencias que se deben utilizar en el cálculo de los coeficientes y de los límites establecidos, especialmente las condiciones que deben cumplir los límites a las obligaciones frente a terceros.

FONDO PARA LA ADQUISICIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS.— El *Real Decreto Ley 6/2008, de 10 de octubre* (BOE del 14), creó el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), con la finalidad de apoyar la oferta de crédito de las familias y empresas a través de la adquisición de activos financieros. La aplicación y el desarrollo del Real Decreto Ley se llevaron a cabo por la Orden EHA/3118/2008, de 31 de octubre (BOE del 3 de noviembre), y por la Resolución de 31 de octubre de 2008, del Tesoro (BOE del 3 de noviembre).

El FAAF, adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Secretaría de Estado de Economía, se dotó con cargo a los Presupuestos Generales del Estado por un importe de 30 mm de euros, ampliable hasta un máximo de 50 mm de euros. Para el año 2008, se contemplaba la concesión de un crédito extraordinario por importe de 10 mm de euros, ampliable hasta 30 mm de euros, que es financiado con deuda pública. Para el año actual, mediante la Ley de Presupuestos Generales del Estado, se han habilitado los créditos necesarios para completar la dotación máxima del FAAF.

El FAAF invertirá instrumentos financieros emitidos por las entidades de crédito y por los fondos de titulización, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras. Para la realización de sus operaciones, el FAAF convoca subastas, a las que pueden acudir las entidades de crédito domiciliadas en España y las sucursales en España de entidades de crédito extranjeras y que manifiesten previamente su interés por participar en ellas. En ningún caso podrán celebrarse subastas con posterioridad al 31 de diciembre de 2009.

Con carácter previo a la convocatoria de cada subasta, el Consejo Rector determinará los activos y el volumen máximo que podrán adquirirse en la subasta, y las características de las operaciones de adquisición.

Los instrumentos financieros en que invertirá el FAAF serán de máxima calidad, y se determinarán de acuerdo con los criterios que fije el Consejo Rector, atendiendo en todo caso a los principios de objetividad, seguridad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación. Los activos elegibles para la inversión del FAAF y el procedimiento de adquisición podrán ser: a) mediante compras en firme de cédulas hipotecarias y de bonos de titulización de activos respaldados por cédulas hipotecarias, siempre que cumplan determinados requisitos; entre ellos, que se hayan emitido después del 15 de octubre de 2008 y que tengan una calificación crediticia triple A o asimilada, o b) mediante operaciones de compraventa dobles, también denominadas «simultáneas», en cédulas hipotecarias, bonos de titulización de activos y bonos de titulización hipotecaria, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras, siempre que cumplan determinados requisitos, como que se hayan

emitido a partir del 1 de agosto de 2007, que tengan una calificación crediticia de, al menos, doble A o asimilada, y que el plazo de vencimiento no sea superior al que se disponga en la convocatoria de cada subasta y, en todo caso, superior a 12 meses.

**OTORGAMIENTO DE AVALES A OPERACIONES DE FINANCIACIÓN.**—El *Real Decreto Ley 7/2008, de 10 de octubre* (BOE del 14), de medidas urgentes en materia económico-financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro, desarrollado por la Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre (BOE del 24), que fue modificada, a su vez, por la Orden EHA/3748/2008, de 23 de diciembre (BOE del 24), autorizó el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España. Asimismo, la Resolución de 24 de noviembre de 2008 (BOE del 25), del Tesoro, publicó el modelo de solicitud de aval del Estado. El plazo para el otorgamiento de avales finalizará el 31 de diciembre de 2009.

El aval del Estado se otorgará con carácter irrevocable, incondicional y con renuncia al beneficio de excusión (derecho que tiene el avalista de oponerse a hacer efectivo el aval en tanto el acreedor no haya ejecutado todos los bienes del deudor). Asimismo, garantiza exclusivamente el principal del crédito y los intereses ordinarios. Cuando se trate de emisiones en divisas, se establecen mecanismos de garantía que permitan minimizar el riesgo de tipo de cambio asumido por el Estado. Se podrá solicitar por las entidades de crédito, los grupos consolidables o agrupaciones de entidades de crédito, siempre que tengan una actividad significativa, lo que se concreta en la exigencia de que se tenga una participación importante en la concesión de crédito a empresas y familias.

Podrán garantizarse las operaciones consistentes en emisiones, realizadas en España, de pagarés, bonos y obligaciones, que cumplan ciertos requisitos. Las emisiones avaladas con cargo al Presupuesto General del Estado para 2008, en un principio, debían realizarse antes del 1 de julio de 2009, aunque después se prorrogó hasta el 15 de diciembre. El plazo límite para realizar las emisiones avaladas con cargo al Presupuesto General del Estado para 2009 se establecerá por resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

#### *Adquisición de títulos para el reforzamiento de los recursos propios*

El citado Real Decreto Ley 7/2008, de 10 de octubre, autorizó al ministro de Economía y Hacienda, con carácter excepcional y hasta el 31 de diciembre de 2009, para la adquisición de títulos emitidos por las entidades de crédito residentes en España que necesiten reforzar sus recursos propios, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas. Los acuerdos de adquisición se adoptarán previo informe del Banco de España. Los títulos que adquiera el Estado no estarán sometidos a las limitaciones que la normativa establece para la computabilidad de los recursos propios.

**NUEVOS IMPORTES GARANTIZADOS POR LOS SISTEMAS DE GARANTÍA DE DEPOSITANTES E INVERSORES.**—El *Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre* (BOE del 11), incrementó los importes garantizados de depositantes y de inversores, que anteriormente estaban fijados en el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, para el Fondo de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito (FGD), y en el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, para los sistemas de indemnización de los inversores (SII).

Respecto al FGD, el importe garantizado de los depósitos tendrá como límite la cuantía de 100.000 euros (antes, 20.000 euros). Asimismo, el importe garantizado a los inversores que hayan confiado a la entidad de crédito valores o instrumentos financieros será independiente

del anterior, y alcanzará como máximo la cuantía de 100.000 euros (antes, 20.000 euros). Cabe recordar que esas garantías se aplicarán por depositante o inversor, sea persona natural o jurídica, y cualesquiera que sean el número y la clase de depósitos de efectivo o de los valores e instrumentos financieros en que figure como titular en la misma entidad. Dicho límite se aplicará también a los depositantes o inversores titulares de depósitos o de valores o instrumentos financieros de importe superior al máximo garantizado.

En cuanto a los SII, el importe garantizado que los inversores hayan confiado a las ESI tendrá como límite cuantitativo 100.000 euros (antes, 20.000 euros).

FONDO ESTATAL DE INVERSIÓN LOCAL Y FONDO ESPECIAL DEL ESTADO PARA LA DINAMIZACIÓN DE LA ECONOMÍA Y DEL EMPLEO. — El *Real Decreto Ley 9/2008, de 28 de noviembre* (BOE del 2 de diciembre), aprobó la creación del Fondo Estatal de Inversión Local y del Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y del Empleo, que conllevaron la aprobación de créditos extraordinarios por un total de 11 mm de euros con cargo al ejercicio presupuestario de 2008, de los cuales 8 mm corresponden al primer fondo, y los restantes 3 mm, al segundo. Ambos fondos se financiarán con deuda pública.

El Fondo Estatal de Inversión Local tiene por objeto aumentar la inversión pública en el ámbito municipal mediante la financiación de obras de nueva planificación y de ejecución inmediata a partir del año 2009 que sean competencia de las propias entidades locales. Respecto al Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y del Empleo, tiene por objeto financiar actuaciones de inmediata ejecución, en el ámbito de determinados sectores productivos estratégicos, para el desarrollo de proyectos con alto impacto en el mantenimiento y creación de empleo. A tal efecto, se publicó la Orden EHA/3566/2008, de 9 de diciembre (BOE del 10), por la que se hace público el Acuerdo del Consejo de Ministros de 5 de diciembre de 2008, que aprueba el destino del Fondo y su distribución por departamentos ministeriales.

MEDIDAS COMPLEMENTARIAS EN MATERIA ECONÓMICA Y FINANCIERA. — Se publicaron el *Real Decreto 1975/2008, de 28 de noviembre* (BOE del 2 de diciembre), sobre las medidas urgentes a adoptar en materia económica, fiscal, de empleo y de acceso a la vivienda, y el *Real Decreto Ley 10/2008, de 12 de diciembre* (BOE del 13), por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas adicionales. Desde el punto de vista económico y financiero, las más relevantes son las siguientes.

El Real Decreto 1975/2008 regula las condiciones para que determinados colectivos puedan acceder a una moratoria temporal y parcial en el pago de sus hipotecas. Además, contiene un paquete de medidas en materia tributaria destinadas a mejorar, con carácter extraordinario y temporal, los beneficios fiscales de los que disfrutaban los titulares de cuentas de ahorro vivienda y los propietarios de viviendas que estén soportando créditos hipotecarios o que hayan decidido transmitirlos para adquirir una nueva de uso habitual.

Por su parte, el Real Decreto Ley 10/2008 aprueba la concesión de un crédito del Estado al ICO por un importe máximo de 5.000 millones de euros, cuya finalidad es la creación y puesta en marcha de una nueva línea de mediación para atender las necesidades de financiación de capital circulante de las pequeñas y medianas empresas. Dichos fondos se financiarán con deuda pública.

## NOVIEMBRE 2008

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LAS NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVADA Y MODELOS DE ESTADOS FINANCIEROS. — La *CBE 6/2008*,

de 26 de noviembre (BOE del 10 de diciembre), actualizó la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros, para adaptarla a los últimos cambios producidos en la legislación mercantil española y comunitaria. Fundamentalmente, en los siguientes aspectos: 1) definición de grupo de entidades de crédito; 2) formatos de estados financieros públicos; tratamiento de los instrumentos financieros, incluidas las garantías, de los compromisos por pensiones, de los pagos basados en instrumentos de capital y del impuesto de beneficios, y 3) determinada información que se ha de revelar en la memoria.

Se modifica la definición de grupo de entidades de crédito, que antes se sustentaba en la existencia de una unidad de decisión entre varias entidades, y ahora se fundamenta sobre el control de una entidad sobre otra u otras entidades. Desaparece la clasificación de los grupos de entidades de crédito a efectos de formular estados financieros consolidados, quedando reducidos únicamente a los formados por una entidad dominante y una o varias entidades dependientes. En las cuentas anuales, individuales y consolidadas, además de modificar los formatos de los estados (en línea con los cambios introducidos en el Código de Comercio), el estado referente al patrimonio neto se desdobra en el estado de ingresos y gastos reconocidos y el estado total de cambios en el patrimonio neto.

Otras modificaciones que introduce la nueva Circular son: 1) las mejoras en la información que se debe revelar sobre la gestión del capital y de los riesgos de los instrumentos financieros, así como una mayor consistencia en el tratamiento de las distintas tipologías de derivados de crédito y garantías; 2) la modificación del mecanismo de cobertura genérica, dotándolo de una mayor flexibilidad, de manera que las entidades de crédito puedan adaptar el límite inferior de esta rúbrica en función de su política de cobertura del riesgo de crédito y de las características de su cartera crediticia; 3) la sistematización de la información referida a la actividad con préstamos hipotecarios que deben tener las entidades en sus registros contables, y se solicita un nuevo estado contable reservado, de frecuencia semestral, denominado «Información sobre el mercado hipotecario», y 4) la modificación de determinados estados contables reservados para ajustarlos a las últimas novedades contables, y la aparición de otros nuevos.

CREADORES DE MERCADO DE LA DEUDA DEL ESTADO: NUEVA REGULACIÓN.—Se publicó la *Resolución de 18 de noviembre de 2008* (BOE del 21), del Tesoro, por la que se actualizan las condiciones de actuación de los creadores de mercado, a la vez que se deroga la Resolución de 20 de julio de 2005. Su objetivo es adaptar el régimen de los creadores de mercado a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, y, en concreto, en lo que se refiere a los sistemas multilaterales de negociación (SMN), a los internalizadores sistemáticos y a los mercados secundarios oficiales.

Se actualizan los requisitos para poder acceder a la condición de creador de mercado, de modo que, además de los establecidos, deberán contar con determinadas condiciones económicas y jurídicas para tener la consideración de miembros con facultades plenas en, al menos, uno de los mercados regulados o SMN que determine el Tesoro.

Por su parte, los mercados regulados o SMN deberán proporcionar al Tesoro cuanta información fuera necesaria para llevar a cabo la evaluación de los creadores de mercado. De no cumplirse este compromiso, el Tesoro podrá declarar que tales mercados o SMN no son aptos para que los creadores cumplan sus compromisos de proporcionar liquidez a la deuda del Estado.

Los derechos y obligaciones de los creadores de mercado son similares al régimen anterior, con excepción de ciertas variaciones relacionadas con la actividad de los mercados regulados o SMN. Cabe reseñar que, respecto a la obligación de garantizar la liquidez del mercado secundario, se elimina la mención explícita a los volúmenes mínimos y *spreads* máximos de cotización, dejando que sea el Tesoro, previa consulta a los creadores de mercado, el que los fije en cada momento, adaptándose así a las condiciones vigentes en el mercado. En el caso de las letras del Tesoro, además, se deben definir las que se consideran referencia del mercado o *benchmark*, y establecer los diferenciales máximos y volúmenes mínimos que han de cotizar.

CONVENIOS DE COLABORACIÓN RELATIVOS A FONDOS DE INVERSIÓN EN DEUDA DEL ESTADO: ACTUALIZACIÓN DE SU NORMATIVA.—La Orden EHA/3465/2008, de 26 de noviembre (BOE del 3 de diciembre), modificó la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, con el fin de equiparar los bonos de titulización emitidos por los FTVPO y por los FTPymes susceptibles de recibir el aval del ICO y del Estado, respectivamente, a efectos de la definición de los criterios de inversión para todas las categorías de Fondtesoro contempladas. De este modo, se amplían las posibilidades de actuación de las sociedades gestoras de los fondos, aumentando el atractivo de estos productos para los inversores, sin menoscabo de su seguridad.

Los convenios celebrados por el Tesoro y las sociedades gestoras de IIC con anterioridad al 4 de diciembre de 2008, fecha de entrada en vigor de la norma, deberán adaptarse a las nuevas previsiones establecidas antes del 31 de marzo de 2009. De lo contrario, el Tesoro resolverá los convenios mediante denuncia escrita con efecto inmediato. Posteriormente, las sociedades gestoras deberán adaptar el contenido de los folletos de los Fondtesoro que gestionan en los tres meses siguientes a la firma del convenio, a efectos de comunicación a los partícipes en el siguiente informe periódico del fondo de inversión.

BANCO CENTRAL EUROPEO: MODIFICACIÓN TEMPORAL DE LAS NORMAS RELATIVAS A LA ADMISIBILIDAD DE ACTIVOS DE GARANTÍA.—Se publicó la *Orientación BCE/2008/18, de 21 de noviembre de 2008* (DOUE del 25), sobre cambios temporales en las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía, con el fin de reforzar temporalmente la inyección de liquidez a las entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosistema. Asimismo, se publicó la Resolución de 26 de noviembre de 2008 (BOE del 3 de enero), de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, sobre cambios temporales en los criterios de admisibilidad de los activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Banco de España, que adopta la *Orientación BCE/2008/18*.

La norma amplía, de manera transitoria, los criterios que determinan la admisibilidad de los activos de garantía que dichas entidades proporcionan al Eurosistema para obtener liquidez. De este modo, durante el período comprendido entre el pasado 1 de diciembre y el 31 de diciembre de 2009, se admitirán también como activos de garantía en las operaciones de política monetaria del Eurosistema, cuyas características se especifican en estas normas.

Asimismo, se establece un nuevo umbral de calificación crediticia, equivalente a BBB, realizada por una agencia especializada, que se aplicará tanto a los activos negociables como a los no negociables, con excepción de los bonos de titulización de activos, para los que se mantendrá el requisito de una elevada calidad crediticia (superior a «A»). El Eurosistema impondrá un recorte adicional del 5% a todos los activos admisibles con una calificación crediticia inferior a «A».

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA CONTABLE DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN, SOCIEDADES GESTORAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA Y

SOCIEDADES GESTORAS DE ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO.—La CCNMV 7/2008, de 26 de noviembre (BOE del 29 de diciembre), sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión (ESI), de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGEGR), modificó su régimen contable para adaptarlo al nuevo marco establecido en el PGC, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre.

La Circular establece unas normas y criterios de contabilidad que, si bien se enmarcan en los principios y directrices del nuevo PGC, adaptan este a las características específicas de estas entidades. En determinadas cuestiones, se ha remitido a lo establecido en las Normas Internacionales de Contabilidad, y a la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, modificada recientemente por la CBE 6/2008, 26 de noviembre.

Las novedades más reseñables de la Circular son: 1) el establecimiento de definiciones más exhaustivas y completas, en especial en los aspectos relativos al tratamiento contable de los instrumentos financieros; 2) el establecimiento de condiciones estrictas para la reclasificación de activos entre las diferentes categorías de instrumentos definidas; 3) la definición, de forma exhaustiva, de los elementos determinantes para la clasificación de un activo financiero como cartera de inversión a vencimiento, como son la intención y la capacidad financiera; 4) los criterios para dar de baja los activos financieros; 5) las coberturas contables, especificando que, en la mayoría de los casos, solamente pueden ser utilizados los derivados; 6) los criterios para poder considerar como recursos propios las plusvalías derivadas de ajustes en patrimonio neto por valoración de los activos financieros disponibles para la venta, y 7) la posibilidad de utilizar métodos basados en calendarios de morosidad en el cálculo de las pérdidas de valor por deterioro de los activos financieros.

Por otro lado, se recoge la obligación de presentar información reservada individual y consolidada a la CNMV, así como la frecuencia y plazos de remisión. Se incluyen estados reservados particulares para las ESI, distintos de los de los estados que deben remitir las SGIIC y SGEGR en atención a su operativa. Se exime a las empresas de asesoramiento financiero de la presentación de los estados financieros reservados para las ESI, y dicha obligación se sustituye por la presentación de un estado reservado de actividad.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: DETERMINACIÓN DEL VALOR LIQUIDATIVO Y ASPECTOS OPERATIVOS.—Se publicó la CCNMV 6/2008, de 26 de noviembre (BOE del 2 de diciembre), sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las IIC, que actualiza su contenido conforme a las habilitaciones otorgadas por la reglamentación vigente.

La Circular establece, entre otros aspectos: 1) las disposiciones necesarias para el cálculo del patrimonio y del valor liquidativo de las IIC; especialmente, en caso de existencia de clases de participaciones o series de acciones, que, hasta la fecha, carecían de regulación; 2) los parámetros generales por los que se deben regir los sistemas de cargo individual a partícipes de la comisión de gestión sobre resultados, en aquellos casos en los que la sociedad gestora haya establecido dicha comisión en el fondo gestionado, siempre dentro de los límites establecidos en el Reglamento de IIC; 3) el cálculo de los coeficientes operativos de IIC de carácter financiero, tanto de los coeficientes de diversificación de riesgo como del coeficiente de obligaciones frente a terceros; 4) las disposiciones necesarias para el desarrollo y control del cumplimiento de los coeficientes y límites operativos de las IIC inmobiliarias, y 5) para las IIC que replican o reproducen un índice, el establecimiento de una desviación máxima o *tracking error* respecto a dicho índice, y para las IIC cuya política de inversión toma como referencia un determinado índice se precisa la desviación



máxima respecto a ese índice, que deberá medirse de acuerdo con un coeficiente de correlación.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA: INFORMACIÓN ESTADÍSTICA SOBRE ACTIVOS Y PASIVOS.—Se publicó la *CCNMV 5/2008, de 5 de noviembre* (BOE del 19), sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las IIC de la Unión Europea, cuyo ámbito de aplicación abarca al conjunto de las IIC y, en su caso, a todos los compartimentos de IIC, y no solo a aquellas cuya política de inversión o vocación fuera monetaria, como hasta ahora. La Circular detalla los estados reservados que estas instituciones deben remitir a la CNMV, por vía telemática, diferenciando la información que deben remitir aquellas IIC que sean objeto de la exención prevista por razón de su tamaño, cuya autorización corresponde al Banco de España a propuesta de la CNMV.

ENTIDADES ASEGURADORAS: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA.—La *Orden EHA/3598/2008, de 18 de noviembre* (BOE del 12 de diciembre), 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, con el fin de adaptarla al nuevo plan de contabilidad de las entidades aseguradoras, aprobado por el Real Decreto 1317/2008, de 24 de julio, y de incorporar las actualizaciones del Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados.

En relación con el nuevo plan contable, se actualiza la adecuación de las inversiones asignadas a determinadas operaciones de seguro en función de la relación entre el valor actual de las inversiones y las obligaciones derivadas de los contratos de seguros, y se revisa el tratamiento de los riesgos inherentes a las operaciones. La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones queda facultada para establecer las particularidades operativas y las obligaciones de información de este tipo de operaciones.

## DICIEMBRE 2008

MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE INGRESO EN EL TESORO DE LOS BENEFICIOS DEL BANCO DE ESPAÑA.—Se publicó el *Real Decreto 2059/2008, de 12 de diciembre* (BOE del 17), sobre el régimen de ingreso en el Tesoro Público de los beneficios del Banco de España, que modificó parcialmente el régimen anterior, recogido en el Real Decreto 1198/2005, de 10 de octubre, y que estuvo vigente hasta el ejercicio 2007.

Las novedades más importantes son las siguientes: en primer lugar, y por razones operativas, se modifica la fecha del primer ingreso del 70% de los beneficios devengados y contabilizados hasta el 30 de septiembre de cada año. Desde ahora ese ingreso habrá de efectuarse el primer día hábil del mes de diciembre, en lugar del primero de noviembre. Y, en segundo lugar, dado que el régimen transitorio establecido por las disposiciones del BCE ha concluido, las razones de vigencia limitada del régimen han desaparecido. Por ello, ahora, a diferencia de la normativa anterior, no se establece un período de vigencia limitada, tal y como ha venido siendo la costumbre desde 1999.

OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES: ANUNCIO Y SOLICITUD DE AUTORIZACIÓN DE LA OFERTA.—La *CCNMV 8/2008, de 10 de diciembre* (BOE del 29), aprobó los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores (OPA).

La solicitud de autorización deberá ir acompañada del folleto explicativo, que deberá contener la información necesaria para que las personas a quienes vaya dirigida la oferta puedan formular un juicio fundado sobre ella, y de la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la OPA. El contenido del anuncio deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la natura-



leza de la información, cuantificado, de manera que no induzca a confusión o engaño, y se redactará de forma que resulten fáciles el análisis y la comprensión de su contenido. En ambos se incluirá, además, cualquier otra información adicional que a juicio del oferente pueda resultar necesaria.

**PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2009.**—Se publicó la *Ley 2/2008, de 23 de diciembre* (BOE del 24), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2009. Se destacan los siguientes apartados de carácter financiero y fiscal.

En materia de deuda del Estado, se autoriza al Gobierno para que incremente el saldo vivo de la deuda del Estado durante 2009, con la limitación de que dicho saldo no supere el correspondiente a primeros de año en más de 50.247 millones de euros (7.694 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.

En lo relativo a los avales del Estado, merece especial mención la autorización de avales públicos para garantizar valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos, orientados a mejorar la financiación de la actividad productiva empresarial, para lo cual se establece una cuantía de 3 mm de euros (800 millones de euros fue la autorización del presupuesto anterior).

Por lo que se refiere al IRPF, no se contempla la deflactación de la tarifa del impuesto como en ejercicios anteriores, pero se modifican las normas aplicables en la tributación conjunta, con el fin de que el importe que ha de computar como mínimo del contribuyente (fijado en 5.151 euros anuales por contribuyente) sea el mismo en la tributación individual que en la conjunta, con efectos desde el 1 de enero de 2008. Asimismo, se eleva de 10.000 euros a 11.200 euros el límite excluyente de la obligación de declarar aplicable a los rendimientos íntegros del trabajo cuando se perciban de varios pagadores, como consecuencia de la incorporación de la nueva deducción por obtención de rendimientos del trabajo o de actividades económicas. Por otro lado, se mantienen las compensaciones por la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes con la actual Ley del IRPF (Ley 35/2006, de 28 de noviembre).

Otras medidas de índole financiera se refieren al interés legal del dinero y al interés de demora, que se mantienen, respectivamente, en el 5,5% y en el 7%.

## **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 del 21 de enero de 2009*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE del 29 y del 31), determinaron las emisiones de letras del Tesoro y de 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 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, que se eleva desde 100 a 300 millones de euros.

En lo referente a las letras del Tesoro, cabe destacar, en primer lugar, el incremento de su oferta, tanto en plazos de emisión como en número de emisiones. Así, a partir del mes de

febrero de 2009 se subastarán letras a tres, seis y doce meses de forma regular y con periodicidad mensual. En segundo lugar, se adelanta del miércoles al martes la fecha de resolución de las subastas, 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. Por su parte, los criterios y procedimientos de emisión son, básicamente, los vigentes en 2008, y, al igual que en el caso de las letras, se incluye en la Resolución un calendario anual de subastas. Respecto a los plazos de emisión, se reanuda este año las emisiones a quince años. Asimismo, 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 *CCNMV 9/2008, 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 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre.

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 representado por el nuevo 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 financieros deberán 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 *CCNMV 11/2008, 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 se resumen a continuación: a) se establecen las definiciones y principios contables, los criterios generales de contabilización y de registro, y la clasificación y valoración de los activos financieros; b) se especifica la valoración de las inversiones que se realicen en empresas del grupo, multigrupo y asociadas; c) se concretan los métodos de determinación del valor razonable, en especial para los instrumentos de patrimonio no cotizados, que van a constituir las inversiones más características de las ECR, y d) se incluyen los modelos de estados públicos y reservados que las ECR deben remitir a la CNMV, con periodicidad anual, por vía telemática.

La Circular, que entró en vigor el pasado 15 de enero, deberá aplicarse, de forma retroactiva, desde el 1 de enero de 2008.

EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO.—Se publicó la *CCNMV 10/2008, 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 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.

Las EAFI, deberán contar: 1) con medios técnicos y humanos con conocimientos y experiencia adecuados para la prestación del servicio y la protección de sus clientes, incluida una función de control de riesgos y auditoría, cuando resulte adecuado en función de la naturaleza, escala y complejidad de la actividad; 2) con una política de gestión de conflictos de interés adecuada al tamaño y complejidad de la actividad que garantice la independencia de las actuaciones; 3) con unos procedimientos y órganos de control interno y de comunicación para prevenir e impedir operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales, y 4) 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 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. Su método de información 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 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.

Los BCN podrán eximir a ciertas sociedades instrumentales de sus obligaciones de información, 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 que su información se pueda obtener por otras fuentes de información estadísticas. También podrán eximir las cuando supongan 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 del 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, 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. Dicha información complementa los datos solicitados en el Reglamento 24/2009, del BCE, de 19 de diciembre de 2008, relativo a las estadísticas sobre los activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización (BCE/2008/30).

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. Asimismo, se establecen ciertas exenciones relativas a la información estadística de préstamos transferidos por medio de una titulización.

## 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, de 23 de octubre de 2008* (DOUE del 5 de febrero), y la *Orientación BCE/2009/1, 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, de modificación de la de 11 de diciembre de 1998, por la que se aprueban las cláusulas generales aplicables a las operaciones de política monetaria, que adopta la *Orientación BCE/2009/1*.

La primera tiene por objeto adaptar la definición y la ejecución de la política monetaria a la evolución reciente de los mercados. 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, así como la aceptación de activos de garantía no denominados en euros en determinados supuestos. Asimismo, incluye el tratamiento de las entidades que estén sujetas a la congelación de fondos o a otras medidas impuestas por la Comunidad Europea o por un Estado miembro, y procede a la armonización con las nuevas disposiciones relativas a la aplicación de las reservas mínimas.

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 titulización de activos. En especial, se concretan los requisitos de calidad crediticia de los bonos de titulización, y se excluye la utilización de cierta clase de bonos de titulización como colateral en las operaciones de crédito del Eurosistema.

Asimismo, se limita la utilización de bonos simples de entidades de crédito emitidos por un emisor o por una entidad con la 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 Y DE INSTITUCIONES Y MERCADOS FINANCIEROS. — La *Orientación*

*BCE/2008/31, 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. Se presentarán datos de las categorías siguientes: las sociedades instrumentales dedicadas a titulaciones tradicionales, las sociedades instrumentales dedicadas a titulaciones sintéticas, y las otras sociedades instrumentales. En especial, los BCN presentarán trimestralmente al BCE los datos de saldos vivos, las operaciones financieras y los 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, 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.

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 de divisas y los futuros de acciones. Finalmente, 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 *CCNMV 12/2008, 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 Unión Europea, 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.

La norma define el concepto de recursos propios, junto con sus exigencias tanto a nivel individual como de forma consolidada, los límites en su cómputo, las deducciones de los mismos y las diferentes categorías de recursos propios. En concreto, se diferencian los recursos propios básicos, formados principalmente por el capital, las reservas y los resultados del ejercicio corriente; los de segunda categoría, formados fundamentalmente por las reservas de regularización, los fondos afectos al conjunto de riesgos de la entidad, las financiaciones subordinadas (cuyo plazo original no sea inferior a cinco años) y las financiaciones subordinadas de

duración indeterminada, y los de tercera categoría, integrados, básicamente, por las financiación subordinadas a corto plazo (cuyo plazo original no sea inferior a dos años).

Los requerimientos de recursos propios por riesgos de la cartera de negociación son muy similares a los contemplados en el régimen anterior. Como novedad, las entidades podrán utilizar sus propios modelos (modelos internos) a la hora de calcular sus exigencias de recursos propios frente a los riesgos de posición, de tipo de cambio o sobre materias primas, en lugar de los métodos descritos en la Circular, previa autorización de la CNMV.

Para el cálculo de las exigencias de recursos propios por el riesgo de crédito, las ESI y sus grupos podrán aplicar el método estándar o, previa autorización de la CNMV, el método basado en calificaciones internas (IRB), tal como se estableció en la CBE 3/2008, de 22 de mayo, que constituye la principal novedad en esta materia respecto al régimen anterior. Con el método estándar, la Circular determina las ponderaciones aplicables a las distintas exposiciones de riesgo, que se basarán en la categoría de posición y en su calidad crediticia.

Asimismo, se contemplan las técnicas de reducción del riesgo de crédito, y se abordan las exigencias de recursos propios por riesgo de crédito de contraparte en instrumentos derivados, operaciones de recompra, préstamos de valores y determinadas operaciones de financiación. Respecto al riesgo de crédito de titulización, se distingue entre los riesgos de los originadores (o promotores) y los que asumen los inversores en este tipo de instrumentos.

Una de las novedades más importantes de la Circular es 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. La Circular introduce tres métodos para el cálculo de las exigencias de recursos propios por riesgo operacional: el método del indicador básico, el método estándar basado en líneas de negocio, y los métodos avanzados. También se permite la utilización de métodos de forma combinada en circunstancias excepcionales, y dentro de un calendario acordado con la CNMV.

Se establecen los límites a la concentración de posiciones de forma similar al régimen anterior, si bien se flexibilizan las exigencias para las ESI al exceptuarse la consideración de determinadas posiciones mantenidas frente a sistemas de compensación y liquidación. Asimismo, se establecen determinadas excepciones a los límites para aquellas posiciones con ponderación nula. Si en algún caso excepcional las posiciones superasen dichos límites, la ESI deberá informar de ello a la CNMV, y presentará un programa de medidas para retornar a su cumplimiento.

Cuando una ESI o su grupo consolidable no alcancen los niveles mínimos de recursos propios, se informará, con carácter inmediato, a la CNMV, y se presentará un programa en el que se concreten los planes para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia. Si presenta un déficit de recursos propios computables superior al 20% de los mínimos, deberán destinar a reservas la totalidad de los beneficios o excedentes netos. Si el déficit es igual o inferior al 20%, someterá su distribución de resultados a la autorización previa de la CNMV, que establecerá el porcentaje mínimo que se ha de destinar a reservas, atendiendo al programa presentado para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia. Ese porcentaje mínimo no podrá ser inferior al 50% de los beneficios o excedentes netos.

Otras de las novedades importantes que hay que reseñar son el establecimiento de: 1) los criterios generales para la organización interna, procedimientos de control y de evaluación

interna de las ESI y del resto de las entidades que presten dichos servicios, y en concreto un proceso de autoevaluación de su capital, y 2) una serie de obligaciones de información a la CNMV y al mercado. Así, deberán remitir a la CNMV un informe anual de autoevaluación del capital, haciéndolo coincidir con la remisión de los estados de solvencia correspondientes al cierre del ejercicio. Además, deberán remitir con la periodicidad prevista en la norma una serie de estados contables sobre la solvencia, los recursos propios y las exigencias de los diferentes riesgos. Respecto a las obligaciones de información al mercado, las ESI deberán hacer público un documento denominado «Informe sobre solvencia», con carácter anual, que incluirá una amplia batería de conceptos sobre la solvencia de las entidades.

**CATEGORÍAS DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EN FUNCIÓN DE SU VOCACIÓN INVERSORA.** — La *CCNMV 1/2009, de 4 de febrero* (BOE del 18), estableció las diferentes categorías de IIC en función de su vocación inversora, sustituyendo parcialmente las ahora existentes 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 que se proporcione al inversor una información clara y concisa de la política de inversión de la 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 el supuesto 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.

La adaptación de los folletos informativos de las IIC como consecuencia de las nuevas vocaciones de inversión se producirá a medida que las SGIIIC o las sociedades de inversión soliciten la actualización del folleto por algún otro motivo. Se exceptúan los fondos con vocación monetaria, que tienen un plazo de tres meses desde la entrada en vigor de la Circular, que fue el 1 de abril de 2009, para adaptar sus folletos a la nueva definición o, en su caso, para cambiar su vocación inversora. Otra excepción son las IIC incluidas en la vocación de renta variable internacional que invierten mayoritariamente en un área geográfica concreta o en un sector económico concreto, que tendrán un plazo de nueve meses para adaptar la denominación de las IIC.

**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 a nivel europeo de estos últimos años.

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. Por otra parte, se amplía la información contenida en los modelos de documentación estadístico-contable para proceder a su remisión a la Oficina Estadística de las Comunidades Europeas (EUROSTAT), conforme preceptúa el Reglamento 295/2008, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008, relativo a las estadísticas estructurales de las empresas.

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.

Finalmente, se incluye la información estadístico-contable de los fondos de pensiones de otros Estados miembros del Espacio Económico Europeo que actúen en España. En este sentido, se establece con carácter anual la información relativa a planes de pensiones de empleo sujetos a la legislación social y laboral española que se adscriban a fondos de pensiones de otros Estados miembros.

## 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 en la Directiva que, a más tardar el 31 de diciembre de 2010, la cobertura armonizada alcance los 100.000 euros, salvo que la Comisión, en un informe que ha de emitir a más tardar el 31 de diciembre de 2009, concluya que tal incremento y armonización no resultan convenientes ni viables financieramente para todos los Estados miembros.

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 sistemas 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.

Los Estados miembros pondrán en vigor la Directiva, a lo sumo, el 30 de junio de 2009.

**MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA: CONCESIÓN DE GARANTÍAS.**—Se publicó el *Real Decreto Ley 4/2009, de 29 de marzo* (BOE del 29), que autoriza a la Administración General del Estado para avalar, durante el ejercicio 2009, por un importe máximo de 9 mm 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 Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha, por 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 *CCNMV 2/2009, 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). En su ámbito de

aplicación, quedan incluidos 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, en línea 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.

Otros aspectos destacables son la agregación del nuevo estado de ingresos y gastos reconocidos en las cuentas anuales, el desarrollo contable auxiliar y el control de gestión interna del FT, en el que se establecerán, entre otros, los registros de entrada y salida para el control de gestión, una evaluación adecuada de los riesgos (crédito, tipo de interés, mercado, tipo de cambio, liquidez y concentración de riesgos) y los criterios que se utilicen para determinar el valor razonable de los instrumentos financieros.

Tanto la normativa como los nuevos estados financieros deberán aplicarse, de forma retroactiva, a los ejercicios contables iniciados el 1 de enero de 2008, excepto el informe de gestión y determinados aspectos de las cuentas anuales, que se aplicarán en 2009.

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 7% al 4% y 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 Euro, y 4) en el impuesto sobre sociedades, se suprime el límite temporal, que estaba establecido hasta el año 2012, para la deducción de determinadas inversiones en I+D+i.

Finalmente, en materia concursal, se facilita la refinanciación de las empresas con dificultades financieras, se agilizan los trámites procesales, se reducen los costes de la tramitación y se mejora la posición jurídica de los trabajadores de empresas concursadas que se vean afectados por procedimientos colectivos.

## 2 Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación

MATERIAS	FECHA DE LA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
<b>1 SEBC, BCE Y BANCO DE ESPAÑA</b>		
<b>a) Política monetaria</b>		
BCE: modificación de la normativa de las reservas mínimas	22.10.2008	Ene 2009
BCE: modificación temporal de las normas relativas a la admisibilidad de activos de garantía	21.11.2008	Ene 2009
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	Abr 2009
<b>b) Sistemas de pagos</b>		
Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios	25.1.2008	Abr 2008
Sistema TARGET2: actualización de su normativa	25.1.2008	Abr 2008
<b>c) Otras áreas</b>		
Sistema Europeo de Bancos Centrales: régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera	17.12.2007	Abr 2008
BCE: introducción y distribución del efectivo en euros	19.6.2008	Jul-Ago 2008
BCE: modificación de las exigencias de información estadística en materia de cuentas financieras trimestrales	26.8.2008	Oct 2008
BCE: modificación de las exigencias de información estadística en materia de estadísticas de las finanzas públicas	5.9.2008	Ene 2009
BCE: criterios de calidad para las estadísticas de balanza de pagos	27.10.2008	Ene 2009
Modificación del régimen de ingreso en el Tesoro de los beneficios del Banco de España	12.12.2008	Ene 2009
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	Abr 2009
BCE: modificación del régimen jurídico de la contabilidad y la información financiera en el SEBC	11.12.2008	Abr 2009
<b>2 INSTITUCIONES FINANCIERAS</b>		
Recursos propios de las entidades financieras: modificación de la normativa	15.2.2008	Abr 2008
<b>a) Entidades de crédito</b>		
Recursos propios mínimos: modificación de la relación de bancos multilaterales de desarrollo	25.1.2008	Jul-Ago 2008
Determinación y control de los recursos propios mínimos: modificación de la normativa	22.5.2008	Ene 2009
Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	10.10.2008 31.10.2008	Ene 2009
Otorgamiento de avales a operaciones de financiación	10.10.2008 21.11.2008 23.12.2008	Ene 2009
Nuevos importes garantizados por los sistemas de garantía de depositantes e inversores	10.10.2008	Ene 2008
Modificación de las normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros	26.11.2008	Ene 2009
Ministerio de Economía y Hacienda: concesión de garantías	28.3.2009 29.3.2009	Abr 2009
<b>b) Instituciones de inversión colectiva</b>		
Normas relativas a la contabilidad de las instituciones de inversión colectiva	14.1.2008	Abr 2008
Operaciones con instrumentos financieros derivados y otras cuestiones	27.3.2008	Jul-Ago 2008
Modificación de las normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada	11.9.2008	Oct 2008
Modificación de los informes periódicos y del estado de posición	11.9.2008	Ene 2009
Actualización de las competencias de la CNMV	28.10.2008	Ene 2009

MATERIAS	FECHA DE LA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
Determinación del valor liquidativo y aspectos operativos	26.11.2008	Ene 2009
Información estadística sobre activos y pasivos	5.11.2008	Ene 2009
Categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora	4.2.2009	Abr 2009
<b>c) Otras instituciones</b>		
Régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión: modificación de su normativa	15.2.2008	Abr 2008
Entidades de dinero electrónico: régimen jurídico	29.2.2008	Abr 2008
Modificación de la normativa de planes y fondos de pensiones en materia financiero-actuarial	7.2.2008	Abr 2008
Sociedades y fondos de inversión inmobiliaria: información financiera	26.3.2008	Jul-Ago 2008
Entidades aseguradoras: modificación de la normativa	24.7.2008 18.11.2008	Oct 2008 Ene 2009
Sociedades de garantía recíproca: recursos propios mínimos y otras informaciones de remisión obligatoria	31.10.2008	Ene 2009
Modificación de la normativa contable de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y de entidades de capital-riesgo	26.11.2008	Ene 2009
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
<b>4 MERCADO DE VALORES</b>		
Normas contables de determinadas entidades rectoras de los mercados secundarios de valores	10.12.2008	Abr 2009
<b>a) Mercado de deuda pública</b>		
Condiciones de emisión durante 2008 y enero de 2009	10.1.2008 21.1.2008	Abr 2008
Creadores de mercado de la deuda del Estado: nueva regulación	18.11.2008	Ene 2009
Convenios de colaboración relativos a fondos de inversión en deuda del Estado: actualización de su normativa	26.11.2008	Ene 2009
Condiciones de emisión durante 2009 y enero de 2010	29.12.2008 2.1.2009	Abr 2009
<b>b) Mercados de valores privados</b>		
Emisores con valores admitidos a negociación en mercados regulados: información periódica	30.1.2008	Abr 2008
Ofertas públicas de adquisición de valores: anuncio y solicitud de autorización de la oferta	10.12.2008	Ene 2009
<b>5 LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA</b>		
Directivas comunitarias: competencias atribuidas a la Comisión Europea en el ámbito financiero	11.3.2008	Abr 2008
Modificación de la directiva comunitaria relativa a los sistemas de garantía de depósitos	11.3.2009	Abr 2009
<b>6 NORMAS FISCALES Y OTRAS MATERIAS</b>		
Obligaciones de los notarios en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales	29.1.2008	Abr 2008
Reglamento de defensa de la competencia y estatuto de la Comisión Nacional de la Competencia	22.2.2008 29.2.2008	Abr 2008
Medidas de impulso a la actividad económica	21.4.2008	Jul-Ago 2008
Medidas de reforma estructural y de impulso de la economía española	14.8.2008	Oct 2008
Fondo Estatal de Inversión Local y Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y del Empleo	28.11.2008 9.12.2008	Ene 2009
Medidas complementarias en materia económica y financiera	28.11.2008 12.12.2008	Ene 2009
Presupuestos Generales del Estado para el año 2009	23.12.2008	Ene 2009
Medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica	27.3.2009	Abr 2009

## ÍNDICES

## Índice de cuadros

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	28
Cuadro 2.1	Volatilidad del empleo y del PIB y su correlación. 1992-2008	63
Cuadro 3.1	Principales indicadores macroeconómicos	75
Cuadro 4.1	Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	110
Cuadro 4.2	Principales indicadores estructurales en la zona del euro	119
Cuadro 5.1	Principales medidas de estímulo aplicadas en el período 2008-2010	136
Cuadro 5.2	Principales operaciones no financieras de las AAPP	139
Cuadro 5.3	Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	144
Cuadro 6.1	Operaciones financieras de la nación	176
Cuadro 6.2	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	178
Cuadro 6.3	Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados	179
Cuadro 6.4	Entidades de crédito. Balance y cuenta de resultados	184
Cuadro 7.1	Entidades de crédito supervisadas por el Banco de España	207
Cuadro 7.2	Visitas de inspección durante 2008	207

## Índice de gráficos

Gráfico 1.1	Evolución de indicadores financieros internacionales	18
Gráfico 1.2	PIB, consumo privado, empleo y formación bruta de capital fijo	20
Gráfico 1.3	Condiciones de financiación	29
Gráfico 1.4	Necesidad de financiación de la economía	34
Gráfico 1.5	Empleo y paro	36
Gráfico 1.6	Evolución de la inflación y de su diferencial con la UEM	37
Gráfico 2.1	Estimaciones en tiempo real de la tasa de crecimiento del PIB en 2008	52
Gráfico 2.2	Indicadores de confianza	53
Gráfico 2.3	Crecimiento medio interanual del crédito	55
Gráfico 2.4	Distribución de la riqueza inmobiliaria	61
Gráfico 2.5	Variación del empleo según sectores económicos	62
Gráfico 2.6	PIB y empleo en los cuatro grandes países de la UEM	62
Gráfico 2.7	Flujos laborales	64
Gráfico 3.1	Tensiones financieras, crecimiento mundial y respuesta de política económica	74
Gráfico 3.2	Mercados financieros internacionales	78
Gráfico 3.3	Tipos de cambio	79
Gráfico 3.4	Actividad económica, materias primas e inflación	83
Gráfico 3.5	Sector exterior	88
Gráfico 3.6	Políticas monetarias y fiscales	89
Gráfico 3.7	Previsiones de crecimiento para 2009	94
Gráfico 3.8	Estados Unidos. Producción y determinantes del consumo	97
Gráfico 3.9	Reino Unido y Japón: contribución al crecimiento del PIB	99
Gráfico 3.10	Economías emergentes. Principales indicadores macroeconómicos	101
Gráfico 4.1	UEM: composición del crecimiento e indicadores de confianza	111
Gráfico 4.2	Evolución económica por países en 2008	113
Gráfico 4.3	UEM: indicadores de mercado de trabajo y precios	114
Gráfico 4.4	UEM: política fiscal	116
Gráfico 4.5	Productividad y empleo en la UEM	118
Gráfico 4.6	Tipos de interés de la zona del euro	122
Gráfico 4.7	Condiciones financieras en la zona del euro	126
Gráfico 4.8	Agregados monetarios y crediticios	127
Gráfico 4.9	Evolución del tipo de cambio del euro	128
Gráfico 5.1	Financiación de los sectores residentes no financieros y precio de los activos	134
Gráfico 5.2	Principales agregados macroeconómicos	143
Gráfico 5.3	Consumo final de los hogares e ISFLSH	145
Gráfico 5.4	Inversión en vivienda	147
Gráfico 5.5	Inversión productiva privada	148
Gráfico 5.6	Demanda exterior y principales determinantes	149
Gráfico 5.7	Cuotas de exportación y penetración de importaciones	151
Gráfico 5.8	VAB y empleo por ramas de actividad	153
Gráfico 5.9	Empleo y población activa	155
Gráfico 5.10	Determinantes de los salarios	157



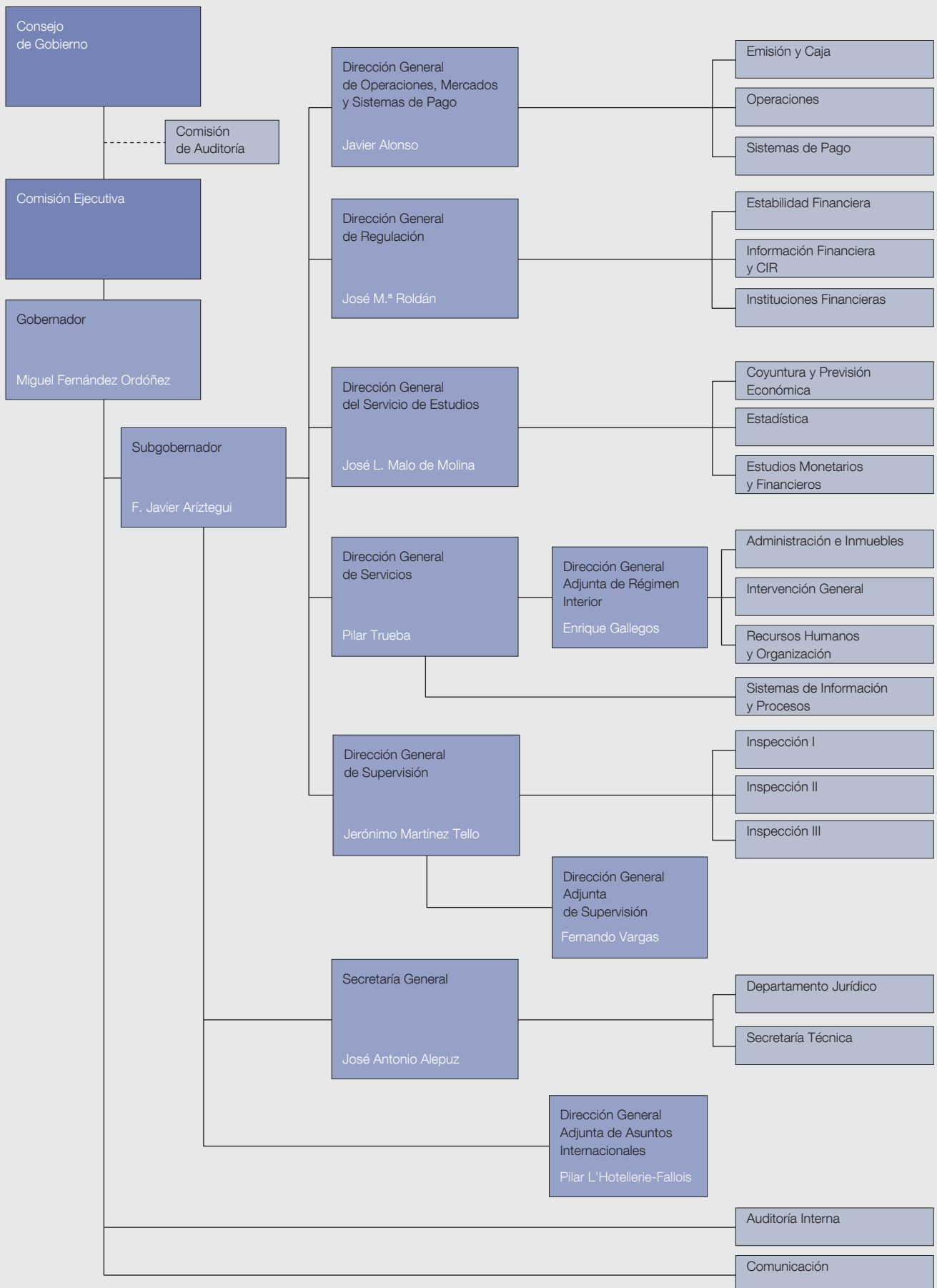
Gráfico 5.11	Precios de consumo y deflatores	158
Gráfico 5.12	Índices de competitividad de España	160
Gráfico 5.13	Cuenta del resto del mundo	161
Gráfico 5.14	Ahorro, inversión y capacidad o necesidad de financiación	162
Gráfico 6.1	Tipos de interés y ratios de dudosos sobre crédito	168
Gráfico 6.2	Operaciones financieras del sector privado no financiero	170
Gráfico 6.3	Evolución del crédito y condiciones de oferta y demanda	171
Gráfico 6.4	Operaciones financieras netas de las Administraciones Públicas	175
Gráfico 6.5	Operaciones financieras netas	177
Gráfico 6.6	Precios negociados en los mercados financieros	180
Gráfico 6.7	Inversores institucionales	187
Gráfico 6.8	Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH	188
Gráfico 6.9	Indicadores de posición financiera de las sociedades no financieras	190

## Índice de recuadros

Recuadro 1.1	Actuaciones de política económica ante la crisis	23
Recuadro 1.2	Una caracterización de la actual recesión de la economía española	31
Recuadro 1.3	Los pros y los contras de la política fiscal discrecional en tiempos de crisis	39
Recuadro 2.1	Factores explicativos de la evolución reciente del crédito en España	56
Recuadro 2.2	Heterogeneidad de costes de ajuste y volatilidad del empleo	65
Recuadro 2.3	Salarios y condiciones cíclicas	67
Recuadro 3.1	Líneas de actuación de los planes de rescate del sistema financiero en Estados Unidos y en el Reino Unido	81
Recuadro 3.2	La caída del comercio y la paralización de sus mercados de financiación	85
Recuadro 3.3	La crisis financiera y económica internacional y sus consecuencias sobre la arquitectura financiera internacional	91
Recuadro 4.1	Revisión de las perspectivas de crecimiento para la UEM a lo largo del año 2008	108
Recuadro 4.2	Cambios en el marco operativo de la política monetaria común	123
Recuadro 5.1	Factores explicativos del deterioro del saldo público observado en 2008 y del previsto para 2009	137
Recuadro 5.2	Principales cambios en los desequilibrios sectoriales entre ahorro e inversión	163
Recuadro 6.1	La evolución reciente del crédito a sociedades: desglose por tamaño	173
Recuadro 6.2	La ampliación de los diferenciales de deuda soberana en la UEM	182

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 Jerónimo Martínez Tello José María Roldán Pilar Trueba Javier Alonso
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 Jerónimo Martínez Tello José María Roldán Pilar Trueba Javier Alonso
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 (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
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 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

- 55 ISABEL ARGIMÓN MAZA: El comportamiento del ahorro y su composición: evidencia empírica para algunos países de la Unión Europea (1996).
- 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.<sup>a</sup> 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 ILA: 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.<sup>a</sup> 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.<sup>a</sup> 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

- 30 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. II: Suramérica y el Caribe (1994).
- 31 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Reforma y fraude fiscal en el reinado de Carlos II. La Sala de Millones (1658-1700) (1995).
- 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.<sup>a</sup> 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).

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0810 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y JUAN M. RUIZ: Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0811 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Uncertainty and entry into export markets.
- 0812 CARMEN BROTO Y ESTHER RUIZ: Testing for conditional heteroscedasticity in the components of inflation.
- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers.
- 0814 SAMUEL BENTOLILLA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain.
- 0815 ÓSCAR J. ARCE Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Housing Bubbles.
- 0816 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Organizational distance and use of collateral for business loans.
- 0817 CARMEN BROTO, JAVIER DÍAZ-CASSOU Y AITOR ERCE-DOMÍNGUEZ: Measuring and explaining the volatility of capital flows towards emerging countries.
- 0818 CARLOS THOMAS Y FRANCESCO ZANETTI: Labor market reform and price stability: an application to the euro area.
- 0819 DAVID G. MAYES, MARÍA J. NIETO Y LARRY WALL: Multiple safety net regulators and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution?
- 0820 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANNALISA FERRANDO: The impact of financial position on investment: an analysis for non-financial corporations in the euro area.
- 0821 GABRIEL JIMÉNEZ, JOSÉ A. LÓPEZ Y JESÚS SAURINA: Empirical analysis of corporate credit lines.
- 0822 RAMÓN MARÍA-DOLORES: Exchange rate pass-through in new member States and candidate countries of the EU.
- 0823 IGNACIO HERNANDO, MARÍA J. NIETO Y LARRY D. WALL: Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union.
- 0824 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Price adjustments in a general model of state-dependent pricing.
- 0825 ALFREDO MARTÍN-OLIVER, VICENTE SALAS-FUMÁS Y JESÚS SAURINA: Search cost and price dispersion in vertically related markets: the case of bank loans and deposits.
- 0826 CARMEN BROTO: Inflation targeting in Latin America: Empirical analysis using GARCH models.

- 0827 RAMÓN MARÍA-DOLORES Y JESÚS VÁZQUEZ: Term structure and the estimated monetary policy rule in the eurozone.
- 0828 MICHEL VAN LEUVENSTEIJN, CHRISTOFFER KOK SØRENSEN, JACOB A. BIKKER Y ADRIAN VAN RIXTEL: Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area.
- 0829 CRISTINA BARCELÓ: The impact of alternative imputation methods on the measurement of income and wealth: Evidence from the Spanish survey of household finances.
- 0830 JAVIER ANDRÉS Y ÓSCAR ARCE: Banking competition, housing prices and macroeconomic stability.
- 0831 JAMES COSTAIN Y ANTÓN NÁKOV: Dynamics of the price distribution in a general model of state-dependent pricing.
- 0832 JUAN A. ROJAS: Social Security reform with imperfect substitution between less and more experienced workers.
- 0833 GABRIEL JIMÉNEZ, STEVEN ONGENA, JOSÉ LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Hazardous times for monetary policy: What do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?
- 0834 ENRIQUE ALBEROLA Y JOSÉ MARÍA SERENA: Sovereign external assets and the resilience of global imbalances.
- 0835 AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE Y PILAR CUADRADO: Omitted variables in the measure of a labour quality index: the case of Spain.
- 0836 CHIARA COLUZZI, ANNALISA FERRANDO Y CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL: Financing obstacles and growth: An analysis for euro area non-financial corporations.
- 0837 ÓSCAR ARCE, JOSÉ MANUEL CAMPA Y ÁNGEL GAVILÁN: Asymmetric collateral requirements and output composition.
- 0838 ÁNGEL GAVILÁN Y JUAN A. ROJAS: Solving Portfolio Problems with the Smolyak-Parameterized Expectations Algorithm.
- 0901 PRAVEEN KUJAL Y JUAN RUIZ: International trade policy towards monopoly and oligopoly.
- 0902 CATIA BATISTA, AITOR LACUESTA Y PEDRO VICENTE: Micro evidence of the brain gain hypothesis: The case of Cape Verde.
- 0903 MARGARITA RUBIO: Fixed and variable-rate mortgages, business cycles and monetary policy.
- 0904 MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA Y RAQUEL VEGAS: Assimilation of immigrants in Spain: A longitudinal analysis.
- 0905 ÁNGEL ESTRADA: The mark-ups in the Spanish economy: international comparison and recent evolution.
- 0906 RICARDO GIMENO Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Extraction of financial market expectations about inflation and interest rates from a liquid market.
- 0907 LAURA HOSPIDO: Job changes and individual-job specific wage dynamics.
- 0908 M.ª DE LOS LLANOS MATEA Y JUAN S. MORA: La evolución de la regulación del comercio minorista en España y sus implicaciones macroeconómicas.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ÁNGEL GARCÍA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.
- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0802 SILVIA IRANZO: Introducción al riesgo-país. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 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.
- 0903 PALOMA LÓPEZ-GARCÍA, SERGIO PUENTE Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Employment generation by small firms in Spain.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

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 21<sup>st</sup> 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 web<sup>2</sup>)  
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 trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>  
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*.

<b>BANCO DE ESPAÑA</b> 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
---------------------------------------	---