

**INFORME ANUAL**

**2004**

**BANCO DE ESPAÑA**





La recepción de información para la elaboración de este Informe terminó el día 19 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, 2005  
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	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INEM	Instituto Nacional de Empleo
BE	Banco de España	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPC	Índice de Precios de Consumo
CBE	Circular del Banco de España	IPPI	Índice de Producción Industrial
CCAA	Comunidades Autónomas	IPRI	Índice de Precios Industriales
CCLL	Corporaciones Locales	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CEM	Confederación Española de Mutualidades	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OBS	Obra Benéfico Social
CNE	Contabilidad Nacional de España	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OM	Orden Ministerial
DEG	Derechos Especiales de Giro	OOAA	Organismos Autónomos
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DGT	Dirección General de Tráfico	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OSR	Otros Sectores Residentes
EC	Entidades de Crédito	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIB	Producto Interior Bruto
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	PNB	Producto Nacional Bruto
EPA	Encuesta de población activa	RD	Real Decreto
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SME	Sistema Monetario Europeo
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	TAE	Tasa Anual Equivalente
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE	Unión Europea
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UEM	Unión Económica y Monetaria
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FSE	Fondo Social Europeo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNA	Variación Neta de Activos
ICO	Instituto de Crédito Oficial	VNP	Variación Neta de Pasivos
IFM	Instituciones Financieras Monetarias		

## 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)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	E EK (corona estonia)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	CYP (libra chipriota)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	MTL (lira maltesa)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
SI	Eslovenia	SIT (tolar esloveno)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

## 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€	m de € / 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.

# INFORME ANUAL 2004

## ÍNDICE GENERAL

<b>1 RASGOS BÁSICOS</b>	1. Introducción 15
	2. El contexto internacional y la zona del euro 19
	3. Una larga fase de expansión de la economía española 27
	4. El reto de la competitividad 34
	5. La situación financiera de las familias y el mercado de la vivienda 38
	6. Políticas económicas para fomentar la sostenibilidad del crecimiento 41
<b>2 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO</b>	1. Crecimiento vigoroso, estabilidad financiera y desequilibrios globales 47
	2. Estados Unidos: se consolida la recuperación 57
	3. Asia: un papel cada vez más importante a escala global 61
	3.1. Japón: siguen sin disiparse las incertidumbres 62
	3.2. China: el otro motor del crecimiento mundial 63
	3.3. Otros países de Asia: dinamismo económico y acumulación de reservas 66
	4. América Latina: recuperación, superávit exterior y persistencia de algunas vulnerabilidades 68
	5. Los países europeos no pertenecientes al área del euro 73
<b>3 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN</b>	1. Las condiciones económicas en el área del euro 79
	1.1. La actividad y el empleo 79
	1.2. Precios y costes 85
	2. Las políticas fiscales y estructurales en el área del euro 89
	2.1. La política fiscal 89
	2.2. Las políticas estructurales 91
	3. La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro 97
	3.1. Las decisiones de política monetaria 97
	3.2. La evolución financiera en la zona del euro 98
<b>4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA</b>	1. Las políticas económicas 105
	1.1. Las condiciones monetarias y financieras 105
	1.2. Las políticas económicas domésticas 106
	2. La demanda 109
	3. La actividad 120
	4. El mercado de trabajo 123
	5. Los costes y los precios 129
	5.1. Los costes y los precios de las ramas productivas 133
	6. La competitividad 135
	7. La actividad de las Administraciones Públicas 141
	8. La cuenta de capital y la cuenta del resto del mundo 146
<b>5 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN ESPAÑA</b>	1. Los flujos financieros de la economía española 152
	1.1. Los flujos financieros de los hogares y sociedades no financieras 152
	1.2. Los flujos financieros de las Administraciones Públicas 156
	1.3. La inversión y la financiación exterior de la economía española 157
	2. Los mercados financieros españoles 158
	2.1. Los mercados primarios 159
	2.2. La actividad en los mercados secundarios 160
	2.3. Los precios negociados en los mercados secundarios 162

- 3. Los intermediarios financieros españoles 164
  - 3.1. Las entidades de depósito 164
  - 3.2. Los inversores institucionales 170
- 4. La posición patrimonial del sector privado no financiero 173
  - 4.1. Los hogares 173
  - 4.2. Las sociedades no financieras 177

**6 INFORME DE GESTIÓN  
DEL BANCO DE ESPAÑA  
EN 2004**

- 1. Introducción 185
- 2. Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema 185
- 3. Actividades internacionales 187
  - 3.1. Relaciones internacionales 187
  - 3.2. Conferencias, reuniones y seminarios organizados por el Banco de España 188
- 4. Análisis económico e investigación 189
  - 4.1. Áreas prioritarias de análisis 189
  - 4.2. Relaciones con la comunidad académica 191
  - 4.3. Difusión y comunicación del análisis económico e investigación 191
- 5. Supervisión y regulación bancaria 192
  - 5.1. Actuaciones supervisoras 192
  - 5.2. Actividad sancionadora 194
  - 5.3. Cambios normativos 195
  - 5.4. Programa de evaluación del sistema financiero de España 196
- 6. Funciones operativas 197
  - 6.1. La gestión de los activos 197
  - 6.2. La gestión de los sistemas de pagos 197
  - 6.3. La gestión de los billetes 198
- 7. Estadísticas 199
  - 7.1. La función estadística del Banco de España 199
  - 7.2. Principales novedades durante 2004 200
- 8. Servicio de Reclamaciones 202
- 9. Comunicación externa 203
  - 9.1. Relaciones con los medios de comunicación 204
  - 9.2. Programa de comunicación institucional 204
  - 9.3. Cooperación con el SEBC 206
- 10. Organización y administración interna 206
  - 10.1. Reestructuración de sucursales 206
  - 10.2. Políticas de recursos humanos 206
  - 10.3. Administración e inmuebles 207
  - 10.4. Gestión documental corporativa 207
  - 10.5. Sistemas de información 208
  - 10.6. Auditoría interna 209

**CUENTAS ANUALES  
DEL BANCO DE ESPAÑA**

- 1. Balance y cuenta de resultados 214
- 2. Memoria explicativa 217
- 3. Información específica según el artículo 4 de la Ley de Autonomía del Banco de España 242

**ANEJO LEGISLATIVO**

- 1. Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2004 hasta marzo de 2005 249
- 2. Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación 281

**ÍNDICES**

Índice de cuadros 285

Índice de gráficos 287

Índice de recuadros 289

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

Organigrama general del Banco de España 293

Consejo de Gobierno 294

Comisión Ejecutiva 295

## 1 RASGOS BÁSICOS

### 1 Introducción

El año 2004 fue un buen año para la economía mundial, que alcanzó la tasa de crecimiento más alta de las últimas décadas, a pesar del incremento de los precios del petróleo. La expansión tuvo un carácter muy generalizado. Aunque Estados Unidos siguió actuando como fuerza impulsora, muchas economías emergentes, y en particular China, experimentaron elevados ritmos de crecimiento, que contribuyeron a la bonanza global. La estabilidad de los mercados financieros, la disminución de las tensiones geopolíticas y el predominio de políticas macroeconómicas expansivas, en un contexto de contención de las presiones inflacionistas, facilitaron el afianzamiento del dinamismo. No obstante, los desequilibrios que se vienen arrastrando como consecuencia, principalmente, de los desajustes existentes entre el ahorro y la inversión en las principales áreas, lejos de aminorarse, continuaron agravándose. En particular, el elevado volumen del déficit público americano y la escasez de ahorro privado, que se deriva del alto ritmo de gasto, se manifiestan en un abultado déficit exterior, que, a pesar de la capacidad de atracción de flujos de capital de esa economía, resulta difícilmente sostenible. Las tensiones que genera la persistencia de estos desequilibrios se han manifestado en una significativa depreciación del dólar, principalmente frente al euro, y constituyen un importante factor de riesgo, ya que subsiste una gran incertidumbre sobre las formas por las que estos podrían ser absorbidos y sobre la medida en la que ello pueda afectar al crecimiento de las distintas áreas y de la propia economía mundial.

El área del euro, aunque inició la largamente esperada recuperación, volvió a quedarse rezagada en la incorporación al clima general de expansión. Después de un primer semestre esperanzador, la segunda parte del año supuso un frenazo, que, cuando menos, ha retrasado la senda prevista de gradual reanimación. A los problemas de falta de confianza y de rigideces estructurales, se ha venido a sumar el efecto contractivo de la apreciación del euro sobre la demanda exterior neta, que venía siendo el componente más dinámico y avanzado del nuevo impulso cíclico. Con ello se ha puesto de manifiesto la vulnerabilidad de la zona frente a los desequilibrios de la economía mundial. Una vulnerabilidad que se deriva de sus propias debilidades internas.

La economía española se distanció, un año más, de la pauta de comportamiento del área del euro, con un ritmo de actividad más elevado y una línea de continuidad más sólida en el patrón de crecimiento. Según los datos de la Contabilidad Nacional, base 2000, publicados pocas semanas antes de la publicación de este Informe, el PIB creció un 3,1% (véase recuadro 1.1). Esta tasa es sustancialmente más elevada que la estimada para ese mismo año con la Contabilidad Nacional, base 1995, en la que se basa este Informe —del 2,7%—, y supone una aceleración significativa de la demanda interior y del empleo. Aunque el consumo y la construcción mantienen un elevado dinamismo, el empuje de la inversión en bienes de equipo ha contribuido a reequilibrar incipientemente la composición de la demanda interna. En cambio, el deterioro de las transacciones con el exterior ha incrementado significativamente el drenaje de crecimiento que viene ejerciendo la demanda exterior neta. La inflación, por su parte, mantuvo registros anuales en torno al 3%, similares a los del año anterior, pero con un perfil de aceleración que refleja los avatares de los precios del petróleo. Los diferenciales de inflación con el área del euro confirmaron su persistencia en la zona del punto porcentual.

En términos generales, la coyuntura de 2004 y comienzos de 2005 se inserta en la prolongación de la larga fase de crecimiento que viene experimentando la economía española desde

Pocas semanas antes de la publicación del *Informe Anual* de 2004, el Instituto Nacional de Estadística ha publicado las nuevas cifras de la Contabilidad Nacional de España, base 2000 (CNE 2000), que, por razones obvias, no han podido ser utilizadas en el análisis detallado que contiene el Informe. En este recuadro se presentan, de forma resumida, los cambios más importantes que incorporan los nuevos datos y se realiza una primera comparación con las estimaciones anteriores —en términos de las tasas de variación de los principales agregados—, que permita valorar, en la nueva perspectiva de la CNE 2000, los principales resultados del *Informe Anual*.

De acuerdo con la nueva base, el PIB creció un 3,1% en 2004, lo que supone una revisión al alza de 4 décimas respecto de la cifra publicada con los criterios de la base 1995. Durante el período 2001-2004, la CNE 2000 muestra una evolución temporal del PIB similar a la que presentaban los datos de la base anterior, aunque con un crecimiento medio más elevado —de aproximadamente cinco décimas por año— (véanse el cuadro y el gráfico adjuntos). La composición de este crecimiento es algo distinta a la proporcionada por la antigua CNE, ya que el crecimiento de la demanda interna es, en promedio, 0,5 pp más elevado con los nuevos datos, mientras que la aportación de la demanda externa es similar. El mayor crecimiento se aprecia, sobre todo, en la inversión en construcción. Tanto el consumo privado como la formación bruta de capital presentan cambios significativos en su evolución temporal. Así, el consumo privado muestra ahora una desaceleración en 2002 y 2003, seguida de una rápida aceleración en 2004, frente al

perfil moderadamente ascendente estimado con anterioridad para todo el período. Por su parte, la inversión en equipo, que, según las estimaciones de la CNE 1995, registraba una recuperación en 2004, presenta ahora un crecimiento estable, en tasas más reducidas.

Por el lado de la oferta destaca también la revisión al alza del crecimiento medio del valor añadido de la construcción (1,6 pp) en 2001-2004, así como de los servicios de mercado (0,6 pp). La actividad en el conjunto de las ramas de mercado creció seis décimas por encima de lo estimado previamente para este período. Como se esperaba, dada la reciente revisión de las estimaciones de la EPA, el crecimiento del empleo también se ha revisado al alza de forma sustancial, de modo que en la media del período 2001-2004 se ha situado en el 2,7%, siete décimas por encima del que ofrecían los datos anteriores para el total de la economía; en el caso de la economía de mercado, el crecimiento medio es ahora del 2,9%, ocho décimas más que antes. De esta forma, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo se ha revisado a la baja en 2 décimas por término medio, tanto para el total de la economía (hasta el 0,4%) como para la economía de mercado (al 0%). Además, el perfil de la productividad a lo largo del período se modifica sensiblemente, ya que ahora se recupera ligeramente, aunque desde unas tasas de variación más bajas.

Los nuevos datos publicados a finales de mayo de 2005 constituyen la primera revisión de la Contabilidad Nacional de España desde la adopción de la metodología del SEC 95, que se hizo con el cambio de base

## LA CNE BASE 2000: PRINCIPALES CAMBIOS

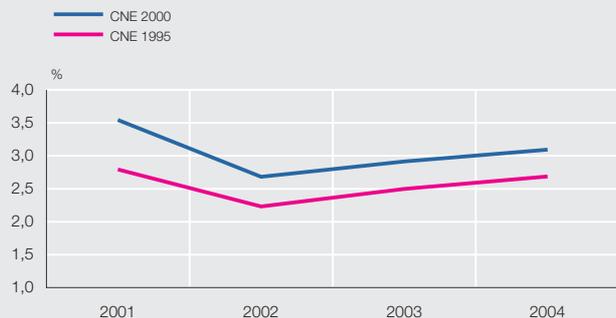
### Variaciones en volumen. Tasas de variación

	CNE 2000				Crecimiento medio 2001-2004		Diferencias de tasas de variación CNE 2000-CNE 1995	
	2001	2002	2003	2004	CNE 2000	CNE 1995	2001-2004	2004
Consumo privado	3,2	2,8	2,5	4,3	3,2	3,0	0,2	0,8
Consumo público	3,9	4,5	3,9	6,4	4,7	4,1	0,6	1,5
Formación bruta de capital	4,2	3,4	6,2	3,9	4,4	3,3	1,1	-1,6
Capital fijo en equipo	0,1	-2,9	1,9	2,1	0,3	0,0	0,2	-3,7
Capital fijo en construcción	6,8	6,2	6,3	5,5	6,2	4,8	1,4	1,1
Demanda interna	3,6	3,3	3,7	4,6	3,8	3,3	0,5	0,3
Exportación de bienes y servicios	4,0	1,7	3,5	2,7	3,0	3,0	0,0	-1,8
Importación de bienes y servicios	4,2	3,8	6,2	8,0	5,5	5,2	0,3	-1,0
Aportación de la demanda externa	-0,2	-0,7	-0,9	-1,6	-0,8	-0,8	0,0	0,1
Producto interior bruto	3,5	2,7	2,9	3,1	3,1	2,6	0,5	0,4
Agricultura y pesca	-1,3	0,4	-0,1	-1,0	-0,5	-0,8	0,3	-0,4
Industria y energía	2,7	1,0	1,0	0,9	1,4	1,6	-0,2	-1,2
Construcción	8,5	6,3	5,1	5,1	6,3	4,6	1,6	1,4
Servicios	3,6	2,6	2,8	3,5	3,1	2,7	0,5	0,7
Servicios de mercado	3,7	2,6	2,7	3,6	3,2	2,5	0,6	1,1
Servicios no de mercado	3,1	2,7	3,2	3,1	3,0	3,1	-0,1	-0,4
Impuestos netos sobre los productos	2,9	4,2	6,5	4,0	4,4	3,8	0,6	0,1
PRO MEMORIA:								
Ocupados	3,2	2,3	2,5	2,7	2,7	1,9	0,7	0,5
Productividad	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6	-0,2	-0,1
Remuneración por asalariado	3,2	2,3	2,5	2,7	2,7	4,1	-1,4	-1,4
Coste laboral unitario	3,3	3,0	2,7	2,7	2,9	3,5	-0,6	-0,7
Delfactor del PIB	4,2	4,4	4,0	4,1	4,2	4,3	-0,1	-0,4

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

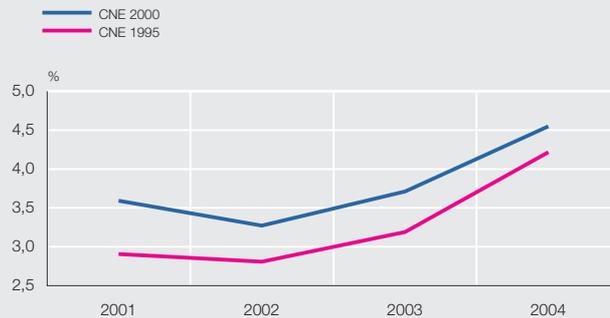
**PRODUCTO INTERIOR BRUTO**

Variaciones en volumen. Tasas interanuales



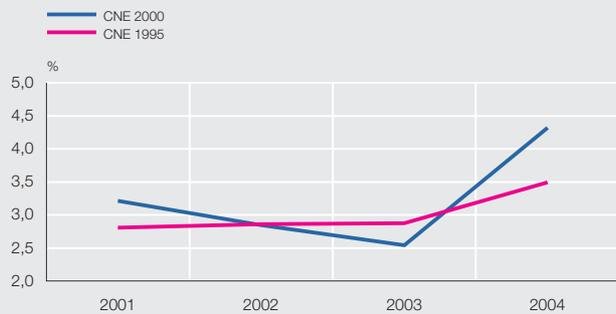
**DEMANDA INTERNA**

Variaciones en volumen. Tasas interanuales



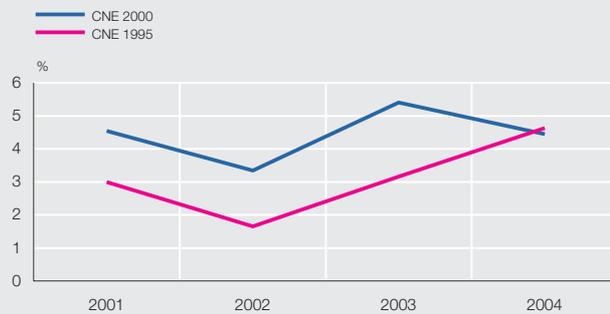
**CONSUMO PRIVADO**

Variaciones en volumen. Tasas interanuales



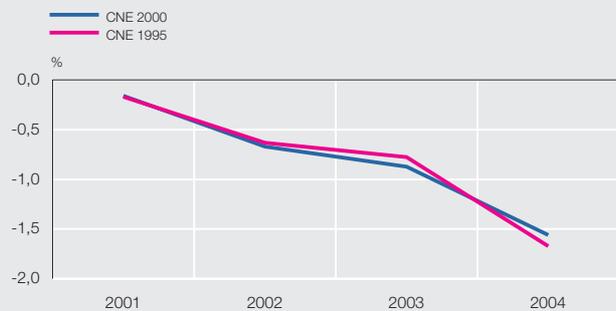
**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO**

Variaciones en volumen. Tasas interanuales



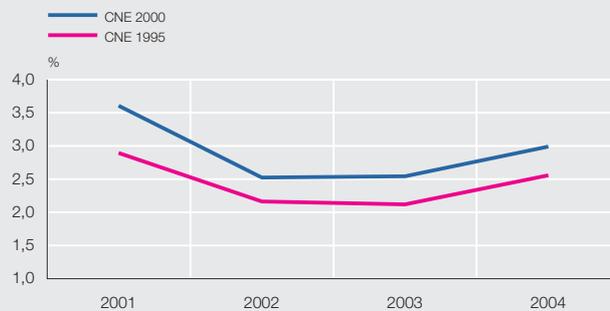
**DEMANDA EXTERIOR NETA**

Variaciones en volumen. Aport. al crecimiento del PIB



**VALOR AÑADIDO BRUTO. TOTAL ECONOMÍA**

Variaciones en volumen. Tasas interanuales



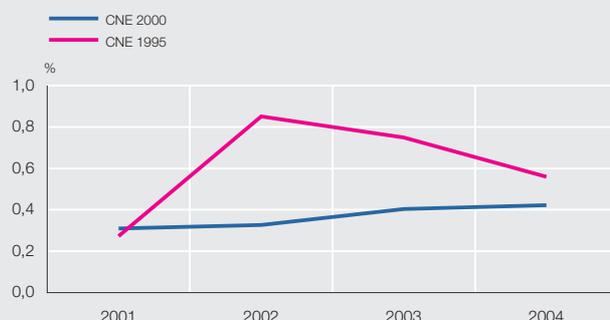
**OCUPADOS. TOTAL ECONOMÍA**

Tasas interanuales



**PRODUCTIVIDAD. TOTAL ECONOMÍA**

Tasas interanuales



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

anterior. Las revisiones periódicas de la CNE tienen como principal finalidad adecuar las ponderaciones utilizadas en el cálculo de los agregados en volumen a los cambios en la estructura de precios relativos, evitando, así, la pérdida de representatividad del año base. Con los cambios de base, además, se suelen introducir modificaciones metodológicas, se incorporan nuevas fuentes estadísticas y se modifican los procedimientos de estimación, cuando es preciso. Como consecuencia de todo ello, tanto el crecimiento del PIB como su nivel pueden experimentar cambios relevantes. Aunque este recuadro se centra en los cambios experimentados por las tasas de variación de los agregados en términos reales, debe tenerse en cuenta que el nivel del PIB a precios corrientes también se ha modificado (un 5% al alza en 2004).

Aunque la revisión actual incluye pocos cambios metodológicos, uno de ellos, bastante relevante, afecta a la medición del crecimiento de los agregados macroeconómicos en volumen —es decir, en términos reales—. En la CNE 2000, se va a utilizar el año anterior como año base para esta medición —tomando, por tanto, como referencia su estructura de precios relativos—, en lugar de utilizar un año base fijo, como ocurría en la CNE 1995. Desde este punto de vista, la nueva Contabilidad Nacional es un sistema de cuentas con base móvil, lo que permite una actualización permanente de la estructura de ponderaciones y evita los posibles sesgos derivados de la sustitución entre productos. La evolución en volumen de cada variable macroeconómica quedará recogida en forma de un índice encadenado, donde el crecimiento de cada período, evaluado a los precios del período precedente, se encadena con los de los ejercicios anteriores.

La modificación que, posiblemente, haya tenido mayor incidencia cuantitativa sobre los nuevos datos publicados —tanto de empleo

como de producción— es la utilización del censo 2001 como base poblacional y de las cifras de la nueva Encuesta de Población Activa (EPA) 2005 como referencia para estimar el empleo. La EPA 2005 ha incorporado recientemente las nuevas proyecciones de población, resultantes de considerar el censo de población 2001 y el padrón continuo. Estas proyecciones han puesto de manifiesto la intensidad del proceso inmigratorio y su impacto demográfico sobre la población residente en España. Su efecto sobre el empleo ha quedado reflejado en la revisión de las series de la EPA para el período 1996-2004, que implican un crecimiento de la población activa y del empleo muy superior al estimado con la EPA anterior. Estas revisiones han sido particularmente intensas en el sector de la construcción y en los servicios, que son las ramas de actividad que han concentrado una gran parte del fenómeno inmigratorio.

Además de los dos cambios que se acaban de comentar, la CNE 2000 conlleva otras modificaciones adicionales de carácter metodológico y la incorporación de otras nuevas fuentes de información. Entre los cambios metodológicos, el más importante se refiere al cálculo de la producción y de la distribución de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI) por sectores y por ramas de actividad, que quedó pendiente de establecer cuando se aprobó el SEC 95. A finales de 2002, la Comisión de la UE aprobó un método para calcular la producción y distribución de estos servicios financieros, de obligado cumplimiento en los países de la Unión Europea desde enero de 2005. También se ha aprovechado esta revisión de la Contabilidad Nacional para introducir algunas modificaciones en la sectorización de algunas unidades institucionales, que afectan a las AAPP, a las sociedades no financieras y a las instituciones privadas sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH).

que, tras superar la recesión de 1993, se recondujeron las políticas de convergencia y estabilidad macroeconómica. Un período en el que han confluído potentes estímulos de demanda, vinculados en gran parte al proceso de entrada en la Unión Económica y Monetaria (UEM) —que propició, entre otros muchos hechos, un fuerte descenso de los tipos de interés y de la inflación, una pronunciada revalorización de los activos y un abultado crecimiento de la financiación concedida a los sectores residentes—, con ciertos desarrollos favorables por el lado de la oferta, como consecuencia de las mejoras introducidas por algunas reformas y del dinamismo de la población, que han permitido un aumento considerable en la utilización del factor trabajo.

Las perspectivas a corto plazo apuntan a una continuidad de este ciclo expansivo excepcionalmente largo y de la trayectoria de mejora en el nivel de bienestar de las últimas décadas. Sin embargo, ello no debe ocultar los riesgos que suscita la prolongación de un patrón de crecimiento tan fuertemente basado en algunos componentes de la demanda interna y con ritmos de crecimiento de la productividad del trabajo tan reducidos como los que se vienen registrando en los últimos años. Los problemas principales que se derivan de las pautas seguidas por la economía española se presentan en el terreno de la competitividad, donde confluyen los diferenciales de precios y costes con el bajo crecimiento de la productividad, y en el área de la situación financiera de las familias, que se ve afectada tanto por el continuado

crecimiento del endeudamiento como por las persistentes alzas del precio de la vivienda. Algunos de estos riesgos, que ya fueron abordados en informes anuales anteriores, han empezado a mostrar síntomas de materialización en la actual coyuntura, por lo que es obligado que el análisis profundice en su diagnóstico y en las exigencias que plantean a la política económica para evitar su agudización y asegurar la sostenibilidad del crecimiento. En las secciones que siguen en este capítulo de rasgos básicos, tras analizar la situación internacional y de la zona del euro y de la coyuntura española, desde la perspectiva de la larga fase de expansión de la última década, se profundiza en los retos que plantean los problemas de competitividad y la situación financiera de las familias en relación con el mercado de la vivienda, para concluir con algunas reflexiones sobre las implicaciones que se derivan para el diseño y la instrumentación de las políticas económicas.

## **2 El contexto internacional y la zona del euro**

La economía mundial experimentó en 2004 una considerable expansión, que situó su tasa de crecimiento —superior al 5%— en el nivel más alto de las últimas décadas. Esta favorable evolución de la actividad económica afectó a todas las regiones geográficas, aunque destacó, por su influencia en otras áreas, el notable aumento del PIB en Estados Unidos, del 4,4% en el conjunto del año, que siguió actuando como motor de la economía mundial. En el resto de las economías avanzadas, se observaron también aceleraciones notorias del producto nacional, siendo reseñable la evolución de Japón, que creció en 2004 a una tasa superior al 2,5% por primera vez en los últimos ocho años, a pesar de la notable desaceleración observada a partir del segundo trimestre. Por su parte, el PIB de la zona del euro aumentó a una tasa relativamente modesta, inferior al 2%. En todo caso, fueron las economías emergentes tanto de Asia como de América Latina las que registraron las tasas de crecimiento más altas. En particular, China, que continuó su proceso de rápida modernización, explica, por sí sola, un 25% del aumento del PIB mundial. Esta mejoría generalizada de las condiciones económicas globales supuso además una sensible intensificación de los intercambios comerciales —que crecieron a una tasa cerca del 10%— y de los flujos financieros internacionales.

La expansión económica global se vio favorecida por la estabilidad de los mercados financieros, que se beneficiaron de la disminución de las tensiones geopolíticas, y fue apoyada con políticas macroeconómicas de corte expansivo. Además, en las principales economías industrializadas se observó una considerable mejoría de los resultados empresariales, que propició el incremento de las cotizaciones bursátiles. Los tipos de interés de largo plazo, por su parte, descendieron en los principales mercados de renta fija, hasta situarse en unos niveles muy reducidos, que no resultan fácilmente explicables en términos de los fundamentos macroeconómicos. La sensible reducción del coste de financiación contribuyó a la aceleración del consumo privado y de la inversión e impulsó al alza los precios de los activos inmobiliarios en numerosos países.

El impacto de estos estímulos expansivos sobre el crecimiento global fue superior al efecto contractivo del pronunciado encarecimiento del petróleo, que superó el 30% en 2004 y llevó el precio del barril a sus niveles máximos históricos en el primer trimestre de 2005. En los últimos meses, el mercado del crudo ha estado afectado por la evolución de los conflictos que permanecen en Oriente Medio, por la reducción del exceso de capacidad en los países exportadores y por las limitaciones existentes en la capacidad de refinación. Sin embargo, han sido los factores de demanda los que parecen explicar en mayor medida la subida del precio de esta materia prima en el período más reciente. En particular, el elevado crecimiento económico mundial y, especialmente, la intensidad de la demanda de productos petrolíferos por parte de China, en su actual fase de industrialización acelerada, han ejercido una intensa presión al alza sobre las cotizaciones del crudo. El efecto de la evolución del mercado petrolífero sobre la actividad económica en los países importadores está siendo comparativamente más benigno

que el observado durante la crisis de la segunda mitad de los años setenta y principios de los ochenta. Ello se debe a la menor intensidad de las subidas en los precios y del encarecimiento en términos reales, a la reducción observada en el grado de dependencia de la energía petrolífera de los países industrializados y a la depreciación del dólar.

A pesar del incremento del precio del petróleo y de otras materias primas y del pronunciado aumento de la actividad económica global, no se han detectado hasta el momento presiones inflacionistas significativas. En las economías industrializadas, las tasas de inflación se situaron, en general, en niveles similares o solo ligeramente superiores a las observadas en 2003. De hecho, el encarecimiento del crudo no impidió que, en las principales áreas, las tasas de inflación se mantuvieran en línea con las cifras medias del último decenio y, por lo tanto, sensiblemente por debajo de los registros de períodos anteriores. Sin duda, el factor que mejor explica este comportamiento de la inflación es la moderación salarial que se observa en los principales países y que, en un contexto de aceleración de la productividad, conllevó incrementos muy reducidos o negativos de los costes laborales unitarios en la mayoría de ellos.

Este comportamiento de los salarios está estrechamente ligado a la credibilidad creciente de la orientación antiinflacionista de las políticas monetarias instrumentadas en los países más avanzados. Esta, a su vez, ha permitido el mantenimiento de los tipos de interés de intervención de los bancos centrales en niveles muy reducidos —a pesar de los incrementos decididos por la Reserva Federal Estadounidense y el Banco de Inglaterra, entre otros—, sin que ello deteriorase las expectativas sobre la evolución de la inflación a medio plazo.

Ahora bien, aunque el crecimiento de los precios de consumo permanece moderado, el mantenimiento de tipos de interés reducidos en un momento de dinamismo de la actividad económica podría estar contribuyendo, en algunos países, a la aparición de otros desequilibrios y, en particular, a crecimientos pronunciados y persistentes de los precios de la vivienda, que no resultan siempre fácilmente conciliables con los determinantes habituales de la demanda de este activo. Se trata de un desarrollo con implicaciones financieras y macroeconómicas potencialmente relevantes, que añade complejidad al marco en el que los bancos centrales deben tomar sus decisiones.

En todo caso, los principales desequilibrios a los que se enfrenta la economía mundial en el momento actual son los derivados del desajuste entre el ahorro y la inversión en las principales áreas. En particular, el escaso ahorro privado y el considerable aumento del déficit público en Estados Unidos —del 4,3% del PIB en 2004—, junto con la fuerte expansión de la demanda, continúan alimentando un déficit exterior creciente, que, en términos de cuenta corriente, supera ya el 5,5% del PIB. Esta evolución ha propiciado una sensible depreciación del tipo de cambio del dólar frente a las principales monedas y, en especial, frente al euro. La falta de flexibilidad cambiaria en algunas economías asiáticas con una posición exterior excedentaria distorsiona los flujos financieros y comerciales internacionales y, en particular, dificulta un reparto equilibrado del ajuste cambiario que provoca el déficit exterior estadounidense.

A pesar de la notable apreciación del euro, la economía de la UEM creció un 1,8%, tasa que, como la del resto de los principales países industrializados, fue superior a la de 2003. No obstante, el dinamismo mostrado por la zona del euro el pasado año fue sensiblemente inferior al previsto, en un contexto donde, como se ha comentado, la expansión de la economía mundial adquirió una intensidad sobresaliente. De hecho, el crecimiento del PIB de la UEM volvió a ser en 2004 el más reducido de las principales economías industrializadas y mostró un perfil intertrimestral descendente a lo largo del año. De este modo, la economía europea no ha conseguido todavía consolidar la recuperación iniciada en la segunda mitad del año 2003,



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a. Tasa de variación interanual de los precios armonizados de consumo en la UEM y España, y de los precios de consumo en Estados Unidos.

a pesar del favorable contexto exterior. Ello se debe en gran medida al mantenimiento de la atonía de la demanda interna, que en 2004 siguió sin responder de manera significativa a las favorables condiciones monetarias y financieras, a pesar de la ligera aceleración del consumo privado y de la formación bruta de capital en el segundo semestre (véase gráfico 1.1).

El consumo privado evolucionó en línea con la renta disponible, que creció de forma moderada, como consecuencia, fundamentalmente, de la escasa creación de empleo. De este modo, ni los reducidos tipos de interés ni las revalorizaciones observadas en los activos financieros e inmobiliarios impulsaron de manera significativa la propensión al gasto de los hogares. Esta sigue lastrada por una confianza relativamente endeble, probablemente asociada a la propia debilidad del mercado de trabajo, a la incertidumbre percibida sobre la viabilidad futura de los actuales sistemas públicos de pensiones y, en general, a la ausencia de reformas que afiancen las expectativas de los agentes sobre sus rentas futuras.

En lo que respecta a la inversión, aunque la economía ha vuelto a entrar en una fase de aumento de los gastos de capital, su expansión es todavía muy moderada. Esta contención de

la formación bruta de capital contrasta con el reducido nivel del coste del capital en la zona del euro, al que han contribuido el mantenimiento de los tipos a corto plazo en los niveles mínimos de las últimas décadas, el descenso de los tipos de interés a largo plazo, la disminución de las primas de riesgo crediticias y la revalorización bursátil. Además, el buen comportamiento de la demanda exterior y de los márgenes empresariales podría haber facilitado una recuperación más intensa de la inversión. Sin embargo, las empresas europeas parecen haber aprovechado la mejora del entorno económico en el que operan para proseguir el proceso de saneamiento de balances. De este modo, los gastos de capital descansaron en gran medida sobre los recursos generados internamente por las compañías, observándose un escaso aumento del crédito y una reducida emisión de bonos y acciones en los mercados de capitales. Además, el exceso de capacidad continúa frenando la industria de la construcción en Alemania, cuya crisis se deja sentir en los indicadores agregados de actividad del conjunto de la zona del euro.

Las exportaciones se expandieron de manera significativa en 2004, en consonancia con el favorable contexto internacional, tras el práctico estancamiento del año anterior. No obstante, se produjo una sensible desaceleración en la segunda mitad del año, posiblemente derivada de la revalorización acumulada por la moneda europea, mientras que las importaciones mantenían un elevado dinamismo. Ello se produjo a pesar de que la apreciación de diversas monedas —singularmente del resto de las europeas— frente al dólar permitió mitigar el impacto de la depreciación de la divisa estadounidense sobre el tipo de cambio efectivo del euro.

Se ha puesto de manifiesto, así, que la economía europea mantiene un elevado grado de sensibilidad a las oscilaciones en el tipo de cambio, a pesar de la integración comercial que, aunque solo sea de manera muy gradual, parece ir propiciando la unión monetaria. Ello obedece, en parte, al mantenimiento de unas pautas de especialización comercial —concentrada en productos de tecnología media—, que, si bien le ha permitido beneficiarse de la creciente demanda de estos productos en los mercados internacionales, le obliga a soportar una competencia intensa, donde las ventajas de precios y costes resultan determinantes para el mantenimiento de las exportaciones. Aunque la zona del euro ha podido afrontar la aparición de nuevos competidores sin experimentar grandes caídas en sus cuotas de exportación, no muestra hasta el momento indicios de un cambio de patrón de especialización hacia productos más sofisticados, que le dotaría de una mayor estabilidad de sus mercados y de una menor vulnerabilidad frente a las variaciones del tipo de cambio.

En este contexto donde las deficiencias estructurales de la economía son las que determinan en gran medida su escaso empuje, la contribución de las políticas de demanda al dinamismo productivo es lógicamente limitada. En el área del euro, los estabilizadores fiscales automáticos han funcionado de manera aceptable, de modo que el tono de la política fiscal ha sido prácticamente neutral en 2004, como ya lo fue en el año anterior. En algunos países, esta capacidad estabilizadora de la política fiscal podría haber sido seguramente superior, si el proceso de consolidación fiscal hubiera sido más ambicioso, en el período de crecimiento elevado correspondiente a los últimos años del pasado siglo.

En lo que respecta a la política monetaria, su conducción se ha visto considerablemente facilitada, como en otras áreas, por el mantenimiento de un grado apreciable de moderación salarial, que ha permitido limitar los efectos inflacionistas del alza del precio del crudo. Esta evolución de los costes de la mano de obra, el exceso de capacidad que mantiene la economía del área, y el efecto de la apreciación del euro en unos mercados internacionales cada vez más competitivos explican el escaso vigor de las presiones inflacionistas. Ello ha permitido al BCE mantener los tipos de interés en niveles muy reducidos —en el 2% desde mediados de

2003— incluso en una etapa de recuperación de la actividad, sin que se hayan alterado las expectativas sobre la evolución futura de la inflación, que permanecen en línea con su propia definición de estabilidad de precios. El BCE parece, por lo tanto, haber consolidado la credibilidad de su objetivo prioritario, lo que le ha otorgado un margen de maniobra mayor para modular sus acciones de modo coherente con la evolución de la actividad económica.

Las previsiones sobre la evolución de la economía mundial en el futuro próximo son buenas. En particular, si se mantienen las condiciones monetarias y financieras favorables, y, en concreto, si los tipos de interés a largo plazo no repuntan de manera abrupta, el crecimiento mundial debe seguir superando la media de los últimos años. Cabe esperar, sin embargo, una cierta desaceleración, derivada sobre todo de la probable moderación de los estímulos de política económica, tanto en Estados Unidos como en China, y de la menor intensidad de las revalorizaciones de los activos inmobiliarios en los países donde la vivienda ha crecido en los últimos años con mayor intensidad.

Ciertamente, el principal riesgo que se percibe sobre este escenario es el derivado de la posible agudización de los desequilibrios globales, que, en las actuales circunstancias, supone el mantenimiento del dinamismo de la demanda doméstica en Estados Unidos. La experiencia histórica muestra que este tipo de desequilibrios pueden terminar generando turbulencias cambiarias significativas y, a menudo, conllevan disminuciones apreciables del ritmo de crecimiento en las economías deficitarias. Por ambos canales, el conjunto de la economía mundial podría verse severamente afectado.

Las posibilidades de un ajuste gradual de los desequilibrios que minimice las repercusiones sobre la actividad y la estabilidad cambiaria pasan por un programa de consolidación fiscal en Estados Unidos, posiblemente más sólido que el anunciado por las autoridades de aquel país, que acompañe el proceso de endurecimiento progresivo del tono de la política monetaria. Este escenario se vería asimismo fortalecido si se instrumentan políticas que faciliten el ajuste de los tipos de cambio de las monedas asiáticas hasta niveles más coherentes con los equilibrios internos y externos y, en particular, si se avanzara en la dirección aceptada por las autoridades chinas en esta materia. Finalmente, la absorción ordenada de los desequilibrios se haría lógicamente más probable si se produjera una mejora de las perspectivas de crecimiento en las economías menos dinámicas, que mantienen saldos exteriores en equilibrio o superávit, como Japón y la zona del euro.

En esta última economía, cabe esperar que la actividad económica recupere a corto y medio plazo cierto vigor. De acuerdo con el escenario descrito de mantenimiento del dinamismo en su contexto exterior, si no se producen nuevas alzas significativas en el precio del crudo ni nuevos procesos de apreciación intensa de la moneda europea, la zona del euro está en unas condiciones propicias para expandir su crecimiento económico. La incipiente recuperación de la inversión podría adquirir vigor en los próximos meses, apoyada en las buenas perspectivas internacionales, la saludable marcha de los beneficios empresariales y los reducidos costes de financiación. Este último factor, junto con el fortalecimiento logrado de los balances empresariales, facilitará la toma de préstamos y la emisión de bonos y acciones, que sustenten la ampliación del capital instalado. La recuperación de la inversión, junto con la moderación salarial prevaleciente, supondría una expansión de la demanda de empleo, que debería aumentar la renta disponible de las familias y su confianza, contribuyendo de este modo a fortalecer el gasto de consumo. Por ello, aunque no cabe descartar que la atonía del gasto doméstico continúe durante algún tiempo, es probable que la economía europea establezca su crecimiento intertrimestral en torno a tasas próximas a la de su producto potencial en el futuro próximo.

Una medida de desarrollo económico habitualmente utilizada es el valor real de la producción de un país en relación con su población o PIB per cápita. En el cuadro adjunto se observa que las diferencias de PIB per cápita entre la UE 15, España incluida, y Estados Unidos no se han reducido significativamente en los últimos años, por lo que el proceso de convergencia real entre ambas áreas, que progresó muy rápidamente en el tercer cuarto del siglo xx, parece haberse estancado. El diseño de políticas orientadas a relanzar la convergencia entre Europa y Estados Unidos requiere de un análisis de los factores que explican tales diferencias de PIB per cápita.

Para ello, es útil expresar el PIB per cápita como el producto de dos factores: *i*) la utilización del factor trabajo (número de horas de trabajo en relación con la población total), y *ii*) la productividad por hora trabajada. A su vez, la utilización del factor trabajo puede expresarse como el producto de la población en edad de trabajar en relación con la población total, la tasa de actividad, la ratio de empleo y población activa (o la unidad menos la tasa de desempleo), y las horas trabajadas por ocupado. Utilizando la metodología estándar de la contabili-

dad del crecimiento, la productividad por hora trabajada viene determinada a su vez por la acumulación de capital (la relación capital-trabajo) y la productividad total de los factores (PTF), una aproximación al progreso tecnológico. El cuadro adjunto muestra, además de los niveles de PIB per cápita de la UE 15 en relación con Estados Unidos, y de España en relación con el de la UE 15 en 1991 y en 2003, su descomposición en las variables arriba mencionadas. Dado que hay diferencias notables entre la primera mitad de los años noventa y el período 1995-2003, también se presentan las tasas de crecimiento de estas variables en ambos periodos.

En efecto, la brecha en términos de PIB per cápita de la UE 15 con respecto a Estados Unidos se ha mantenido en un nivel de entre 25 y 30 puntos porcentuales desde principios de los años noventa. No obstante, ese estancamiento esconde un importante cambio en el patrón de crecimiento de la UE 15. Durante la primera mitad de los años noventa, la productividad por hora trabajada crecía en la UE 15 a tasas anuales mayores que las experimentadas en Estados Unidos, mientras que la utilización del factor trabajo lo hacía menos,

	NIVELES RELATIVOS		DIFERENCIALES DE TASAS DE CRECIMIENTO (a)	
	1991	2003	1991-1995	1995-2003
<b>UE 15-EEUU</b>	<b>EEUU = 100</b>			
PIB PER CÁPITA (b)	75,0	71,2	-0,7	-0,3
Productividad por hora (c)	95,2	92,5	1,2	-0,9
Relación capital trabajo (d)	112,0	114,9	0,9	-0,4
PTF (e)			0,3	-0,6
Utilización del factor trabajo	78,8	77,0	-1,9	0,7
Jornada anual por ocupado	90,8	87,4	-0,7	-0,1
(1-Tasa de paro)	98,6	97,7	-0,9	0,3
Activos/POB1564	85,5	89,4	-0,3	0,7
POB1564/POB	101,9	100,0	0,0	-0,2
<b>ESPAÑA-UE 15</b>	<b>UE 15 = 100</b>			
PIB PER CÁPITA (b)	79,2	85,3	-0,1	1,0
Productividad por hora (c)	86,4	81,5	-0,2	-0,6
Relación capital trabajo (d)	77,5	79,1	0,4	-0,1
PTF (e)			-0,6	-0,6
Utilización del factor trabajo	91,7	104,7	0,1	1,6
Jornada anual por ocupado	111,2	114,9	0,1	0,4
(1-Tasa de paro)	94,2	96,2	-0,9	0,7
Activos/POB1564	88,5	90,8	0,4	0,1
POB1564/POB	100,1	105,9	0,5	0,4
<b>PRO MEMORIA: ESPAÑA-EEUU</b>	<b>EEUU = 100</b>			
PIB PER CÁPITA (b)	59,4	60,7	-0,8	0,7
Productividad por hora (c)	82,2	75,3	1,0	-1,6
Utilización del factor trabajo	72,3	80,6	-1,8	2,3

FUENTE: Banco de España, a partir de la base de datos AMECO de la Comisión Europea y de información de la OCDE.

- Obtenidas para la media de los períodos representados.
- Calculados a partir de las series en precios constantes expresadas en patrón de poder de compra (PPC) de 1995.
- Para el cálculo de la productividad se han utilizado los datos de horas anuales trabajadas por ocupado elaboradas por la OCDE. En este sentido, y aunque estas series están parcialmente armonizadas, es necesaria cierta cautela a la hora de interpretar pequeñas diferencias de nivel entre países.
- La tasa de variación está calculada en términos de aportación al crecimiento de la productividad. Esta aportación se calcula multiplicando la tasa de crecimiento de la relación capital trabajo, por el peso que tienen las rentas de capital sobre el valor añadido, que se supone constante a lo largo de toda la muestra.
- Esta variable se obtiene como un índice 1995 = 100, por lo que solo se representan en el cuadro las tasas de variación.

## DEL FACTOR TRABAJO (cont.)

siguiendo unas pautas ya observadas a partir de mediados de los años setenta. Desde mediados de los años noventa, la UE 15 recuperó parte del terreno perdido en la utilización del factor trabajo, gracias sobre todo a una mayor participación laboral, pero la productividad por hora trabajada pasó a crecer más lentamente que en Estados Unidos.

Las razones de este empeoramiento relativo en términos de productividad siguen siendo un tema de intenso debate, pero parece que hay consenso en que la UE 15 no ha sido capaz de innovar y aprovechar el potencial productivo de las nuevas tecnologías a un ritmo comparable al norteamericano. Efectivamente, como el cuadro adjunto pone en evidencia, la desaceleración de la productividad en la UE 15 se debe fundamentalmente al comportamiento de la PTF, y no tanto a la acumulación de capital, aunque esta también ha crecido más lentamente que en Estados Unidos en los últimos años.

En la actualidad, la diferencia de la productividad por hora trabajada explica un tercio de la brecha de PIB per cápita entre la UE 15 y Estados Unidos. El resto se debe a la menor utilización del factor trabajo, que difiere de la norteamericana en más de 20 puntos porcentuales. La causa fundamental de esta menor utilización del trabajo es la menor jornada laboral en Europa<sup>1</sup>, aunque también las diferencias en tasas de empleo siguen siendo considerables.

En definitiva, el análisis de los componentes del PIB per cápita muestra que tanto la innovación como la incorporación de nuevas tecno-

logías son fundamentales para la recuperación de la productividad europea. Asimismo, el hecho de que dos terceras partes de la brecha de PIB per cápita con Estados Unidos se deban a una menor utilización del factor trabajo es una llamada a profundizar en las reformas del mercado de trabajo.

Por su parte, España, durante el período 1995-2003, ha avanzado considerablemente en la convergencia con la UE 15, aunque la brecha en términos de PIB per cápita con respecto a EEUU se ha mantenido más o menos constante. Además, en el caso español, el peso de los factores explicativos es diferente, ya que mientras que en la UE 15 la mayor parte de la brecha se debe a una menor utilización del factor trabajo, en España el factor más importante es la menor productividad por hora trabajada.

Efectivamente, como se puede observar en el cuadro adjunto, la utilización del factor trabajo es actualmente mayor en España que en la UE 15, gracias a las ganancias de participación y de empleo desde mediados de los noventa y a la mayor jornada laboral. En contraste con este mejor comportamiento de la utilización del trabajo, la productividad española ha crecido menos que la europea, incluso durante la segunda mitad de la década de los noventa, cuando la productividad europea se ralentizaba en relación con la norteamericana, lo que ha impedido un proceso de convergencia más rápido con la UE 15. Este pobre comportamiento de la productividad se debe sobre todo a la ralentización del progreso tecnológico, aproximado por la PTF, que creció un 0,6% menos por año que en la UE 15 durante todo el período.

En conclusión, aunque el déficit tecnológico es más evidente y la utilización del factor trabajo mayor en España que en la UE15, es tan necesario como en el resto de Europa el diseño de políticas económicas dirigidas a mejorar ambos ámbitos. En particular, sería fundamental desarrollar medidas dirigidas a aumentar la eficiencia de la economía y que, al mismo tiempo, mantuvieran la actual capacidad de generación de empleo.

1. Las series de horas anuales trabajadas que sirven de base para realizar esta afirmación son las ofrecidas por la OCDE, que ha realizado un gran esfuerzo para armonizar datos provenientes de fuentes diversas en muchos casos. A pesar de esto, es necesaria cierta cautela a la hora de interpretar pequeñas diferencias de nivel entre países, ya que pueden deberse a diferencias metodológicas. En todo caso, la OCDE afirma que las series pueden ser utilizadas para realizar comparaciones a grandes rasgos entre países, así como para analizar la evolución temporal de la jornada anual de trabajo dentro de un mismo país.

No se vislumbran, sin embargo, cambios relevantes en las perspectivas de la economía europea a más largo plazo, pues persisten deficiencias estructurales que lastran su prosperidad, al afectar a los dos elementos en los que habitualmente se descompone la renta per cápita: la productividad del trabajo y el grado de intensidad de utilización de este factor productivo.

En contra de lo que en el pasado se ha defendido, la evidencia empírica más reciente muestra que no cabe hablar de un déficit significativo de productividad del trabajo en Europa en relación con otras áreas más dinámicas. La diferencia del nivel de bienestar actual entre Estados Unidos y Europa —medido por la renta per cápita— no radica tanto en la producción obtenida por hora trabajada como en el número de horas trabajadas por habitante: es decir, en la menor utilización relativa del factor trabajo (véase recuadro 1.2).

Del mismo modo, aunque, al menos desde mediados de la década de los noventa del siglo pasado, la productividad del trabajo ha experimentado una desaceleración significativa respecto a épocas anteriores y ha pasado a crecer a tasas sensiblemente inferiores a las observadas

en el mismo período en Estados Unidos, esta evolución incorpora algunos elementos positivos. Por ejemplo, la ralentización del producto por hora trabajada se concentra típicamente en sectores tradicionales donde se ha producido una intensa creación de empleo, en parte derivada de las reformas flexibilizadoras del mercado de trabajo emprendidas en algunos países. La consecuencia de estas reformas ha sido una reducción del paro estructural y un incremento de la tasa de participación, que ha permitido una mayor utilización de los recursos laborales disponibles. Como resultado de ello, ha variado la utilización relativa de los factores empleados en los procesos productivos, reduciendo, de forma mecánica, la productividad del trabajo.

Más preocupante resulta la escasa incorporación de los avances tecnológicos en algunos sectores de la economía europea, tal y como refleja el modesto aumento de la productividad total de los factores, que es la variable que mejor aproxima la eficiencia de los procesos productivos. Estas carencias no se observan, de nuevo, en todas las ramas productivas, pero sí en algunas —como los servicios financieros y de distribución—, que han alcanzado especial dinamismo en otras áreas económicas.

Resulta un dato negativo, asimismo, que, a pesar del buen comportamiento de la contratación laboral en Europa en los últimos años, las tasas de participación y de empleo permanezcan todavía por debajo de las observadas en Estados Unidos y que el número de horas trabajadas por empleado no solo sea comparativamente reducido, sino que, de hecho, haya disminuido en los últimos años. Esta situación se deriva, fundamentalmente, de las imperfecciones del mercado laboral europeo y, en particular, de la ineficiencia de los mecanismos vigentes de protección social, que, en muchos casos, debilitan los incentivos para la búsqueda de empleo y reducen la demanda de trabajo. Por todo ello, las autoridades europeas están ante el doble reto de favorecer una mayor utilización del factor trabajo y fomentar la productividad mediante el impulso a la innovación y la incorporación de los desarrollos tecnológicos en los procesos productivos.

En este sentido, en los últimos años se han producido reformas relevantes en algunos países, particularmente en lo que se refiere al mercado de trabajo. Así, debe reconocerse la importancia de la reforma Hartz en Alemania, la flexibilización de la jornada de 35 horas en Francia, y las medidas de fomento del empleo a tiempo parcial en Francia e Italia. En todo caso, aunque se han observado aumentos de los niveles de empleo y participación, y algunos avances en el grado de penetración de las nuevas tecnologías, el proceso de reformas estructurales en Europa sigue evolucionando a un ritmo lento, lo que impide cumplir los objetivos cuantitativos establecidos en la denominada Agenda de Lisboa, que aspiraba a impulsar a corto y medio plazo la calidad de los factores productivos, fomentar el gasto en I+D, y mejorar el funcionamiento de los mercados de factores y de productos, todo ello con el fin de asegurar un crecimiento elevado de la actividad.

El Consejo Europeo de marzo de 2005 ha revisado esa estrategia de reformas, sobre la base de sendos informes de la Comisión Europea y de un grupo de expertos —conocido como Informe Kok—, que señalaban las deficiencias del método utilizado hasta el momento para avanzar en ese terreno. Así, ha anunciado un relanzamiento de la Agenda de Lisboa sobre bases más sólidas, especificando ámbitos prioritarios —básicamente, innovación, marco empresarial y empleo—, y simplificando los procedimientos de seguimiento y coordinación. Con todo, el Consejo Europeo no ha sido tan ambicioso como algunas propuestas contenidas en los informes antes mencionados, por lo que no es posible asegurar que pueda corregirse la falta de determinación de algunos países para adoptar las reformas. En este sentido, el apoyo condicionado del Consejo a la directiva para liberalizar la prestación de servicios en la UE representa una señal del limitado apoyo político con el que cuentan en estos momentos algunas iniciativas tendentes a completar la integración de los mercados europeos.

En este clima de relativa atonía que parece caracterizar el estado actual del proceso de construcción europea, el Consejo debatió también la posibilidad de modificar algunos aspectos del marco de disciplina fiscal vigente en la Unión Europea. En concreto anunció una serie de propuestas de reforma del conjunto de disposiciones legales y normas diversas que componen el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Una parte de esas reformas puede contribuir a mejorar el funcionamiento del Pacto, en particular en lo que se refiere al fortalecimiento de las actuaciones preventivas de la Comisión y el Consejo, cuyo objetivo es evitar la relajación fiscal en las fases alcistas del ciclo económico. Más preocupación generan las reformas adoptadas en el ámbito de los mecanismos correctivos, en la medida en que, tomadas en su conjunto, podrían diluir su efecto disciplinador. Aunque una valoración final solo podrá hacerse cuando se conozcan con exactitud las modificaciones concretas introducidas en la regulación o en otras disposiciones, para lo que habrá que esperar a las propuestas que a este respecto debe formular la Comisión, resulta crucial, en todo caso, que las autoridades europeas interpreten con cautela la flexibilidad que incorporen los textos legales reformados, con objeto de no debilitar el sistema de reglas fiscales que requiere el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria.

En el plano institucional, hay que destacar que el 1 de mayo de 2004 se produjo la mayor ampliación de la historia de la UE, que ha supuesto un paso de gran alcance en la dinámica integradora en el continente y en el fortalecimiento de la competencia, que plantea retos importantes para el funcionamiento de las instituciones. Las autoridades europeas deberán hacer frente a estos retos en un contexto delicado, como consecuencia de los resultados contrarios a la ratificación del Tratado Constitucional en los referendos celebrados en Francia y Holanda.

### **3 Una larga fase de expansión de la economía española**

En el año 2004, la economía española volvió a registrar mayor dinamismo que la zona del euro, continuando la larga fase de crecimiento, que se inició a mediados de los años noventa. El PIB español se incrementó un 3,1%, frente al 2,9% de 2003, según la Contabilidad Nacional, base 2000. No obstante, en términos de la base 1995, la tasa de avance del PIB para 2004 se había estimado en el 2,7%, de forma que el diferencial de crecimiento con la zona del euro siguió siendo significativo —cerca de un punto porcentual—, aunque se redujo en relación con 2003, en un contexto de recuperación de la economía del área. En el transcurso del año, el ritmo de crecimiento de la actividad experimentó un cierto repunte, que fue más acusado en los meses finales, en contraste con el debilitamiento sufrido por la UEM. El dinamismo de la economía española estuvo impulsado, de nuevo, por la fortaleza de la demanda interna, que intensificó notablemente su crecimiento, hasta el 4,2%, frente al 3,2% de 2003 (cifras del 4,6% y del 3,7%, respectivamente, según la Contabilidad Nacional, base 2000). Este comportamiento se generalizó a los principales componentes del gasto, tanto de consumo como de inversión, mientras que la demanda exterior neta tuvo, por el contrario, una elevada aportación negativa al crecimiento, de -1,7 puntos porcentuales (de -1,6 pp en la Contabilidad Nacional, base 2000), casi un punto superior a la registrada en 2003, a lo que contribuyó de manera significativa el avance de las importaciones (véase cuadro 1.1).

El crecimiento del empleo aumentó desde el 2,5% en 2003 al 2,7% en 2004, según la Contabilidad Nacional, base 2000, y la productividad del trabajo estabilizó su ritmo de avance en tasas reducidas (del 0,4%, según esta misma base contable). La tasa anual media de inflación se mantuvo estable en 2004, con un incremento del 3%, similar al observado en 2003. Sin embargo, el perfil interanual fue muy distinto: mientras que en 2003 la inflación tendió a reducirse, de forma que el año 2004 se inició en registros muy bajos, en el transcurso de este ejercicio la inflación repuntó. El diferencial de inflación con la zona del euro se mantuvo en el mismo nivel que en 2003, en términos de media anual (un punto porcentual), aunque evolucionó con un perfil similar al de la tasa de inflación española.

		1999	2000	2001	2002	2003	2004
INDICADORES DE CONVERGENCIA REAL (España/UE) (b)	PIB per cápita en corriente (en PPC de UE 15)	83,4	83,3	84,1	86,4	89,5	89,7
	PIB per cápita (c)	82,7	82,9	83,4	84,1	85,3	85,4
	Productividad aparente del trabajo	93,2	92,5	92,5	92,6	92,7	91,8
	Tasa de ocupación	86,0	86,8	86,9	86,7	86,9	88,1
	Población 16-64 / población total	103,2	103,3	103,8	104,7	105,9	105,7
DEMANDA Y PRODUCTO A PRECIOS CONSTANTES (d)	Consumo privado	4,7	4,1	2,8	2,9	2,9	3,5
	Consumo público	4,2	5,6	3,5	4,1	3,9	4,9
	Formación bruta de capital	9,0	5,3	2,7	1,8	3,4	5,4
	Capital fijo en equipo	7,8	4,7	-1,2	-5,4	1,0	5,8
	Capital fijo en construcción	9,0	6,2	5,3	5,2	4,3	4,4
	Exportación de bienes y servicios	7,7	10,1	3,6	1,2	2,6	4,5
	Importación de bienes y servicios	12,6	10,5	3,9	3,1	4,8	9,0
	Producto interior bruto	4,2	4,4	2,8	2,2	2,5	2,7
EMPLEO, SALARIOS, COSTES Y PRECIOS (d)	Empleo total	3,7	3,7	2,5	1,4	1,7	2,1
	Remuneración por asalariado	2,7	3,5	3,8	4,3	4,3	4,0
	Costes laborales unitarios	2,1	2,8	3,5	3,4	3,5	3,4
	Deflactor del PIB	2,8	3,4	4,2	4,5	4,0	4,4
	Índice de precios de consumo (DIC-DIC)	2,9	4,0	2,7	4,0	2,6	3,2
	Índice de precios de consumo (media anual)	2,3	3,4	3,6	3,5	3,0	3,0
	Diferencial de precios de consumo con la UEM (IAPC) (e)	1,1	1,2	1,0	1,3	1,0	0,9
AHORRO, INVERSIÓN Y SALDO FINANCIERO (f)	Ahorro de los sectores residentes (g)	23,6	23,2	23,4	23,9	23,9	23,7
	Administraciones Públicas (g)	2,3	2,3	3,0	3,4	3,9	3,4
	Inversión de los sectores residentes	24,6	25,6	25,6	25,5	26,0	27,9
	Administraciones Públicas	3,5	3,1	3,3	3,5	3,5	3,7
	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación nacional de los sectores residentes	-1,0	-2,5	-2,2	-1,6	-2,1	-4,2
	Administraciones Públicas	-1,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,4	-0,3
	Deuda bruta de las Administraciones Públicas	63,1	61,3	57,9	55,0	51,4	48,9
INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (h)	Tipo de intervención semanal del BCE	2,7	4,0	4,3	3,2	2,3	2,0
	Tipo de la deuda pública a diez años	4,7	5,5	5,1	5,0	4,1	4,1
	Tipo sintético del crédito bancario	4,9	5,9	5,8	4,9	4,1	3,9
	Índice General de la Bolsa de Madrid (base DIC 1985 = 100)	894,4	994,8	853,4	723,6	706,4	863,3
	Tipo de cambio dólar/euro (i)	1,07	0,92	0,90	0,94	1,13	1,24
	Tipo de cambio efectivo nominal con países desarrollados (j)	98,73	95,76	96,27	97,09	100,00	100,76
	Tipo de cambio efectivo real con países desarrollados (k)	99,07	97,40	98,74	101,04	106,03	110,24
	Tipo de cambio efectivo real con UEM (k)	100,39	101,99	102,76	103,76	105,33	108,61
	Medios de pago	12,7	4,4	6,8	10,5	12,1	10,7
	Activos líquidos (l)	2,4	8,1	9,5	8,7	8,8	7,6
	Financiación total de las familias	19,6	17,3	12,3	15,6	18,7	19,7
	Financiación total de las empresas no financieras	19,4	18,7	18,0	13,3	13,8	13,9

FUENTES: INE, Intervención General del Estado y Banco de España.

- Los datos de la Contabilidad Nacional de España corresponden a la base 1995.
- UE = 100.
- Calculado a partir de las series a precios constantes de 1995 y en PPC de UE 15.
- Tasas de variación.
- Diferenciales calculados con las series de Eurostat con información hasta diciembre de 2001, antes de la introducción de los cambios metodológicos.
- Niveles en porcentajes del PIB.
- Incluye transferencias netas de capital recibidas.
- 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.
- Con anterioridad a 1999, tipo de cambio dólar/ecu.
- Base 1999 I = 100.
- Base 1999 I = 100. Medidos con costes laborales unitarios.
- Incluye los medios de pago, otros pasivos bancarios y fondos de inversión FIAMM.

Esta coyuntura de la economía española se inserta en la prolongación de una larga fase de expansión, que se ha sustentado en potentes impulsos procedentes tanto del lado de la demanda como de la oferta. Una fase que se inició con la recuperación posterior a la crisis de los años 1992-1993 y que se mantiene en la actualidad con visos de continuidad, a pesar de la moderada desaceleración que se registró en los primeros años de la década actual. El crecimiento medio en la década transcurrida entre 1995 y 2004 ha sido del 3,2%, sin que en ningún año haya descendido por debajo del 2% (véase gráfico 1.1).

El éxito alcanzado con las políticas de convergencia y la integración en la UEM generaron impulsos expansivos sobre la demanda interna, que ha crecido a una tasa media del 4,1% durante la última década. La fuerte bajada de los tipos de interés y la revalorización de los activos impulsaron una sustancial relajación de las condiciones monetarias y financieras. Bajo estas condiciones, tanto las empresas como, especialmente, los hogares han incrementado notablemente el gasto, apoyándose en el recurso al endeudamiento, y han ajustado sus estructuras financieras a una situación de estabilidad macroeconómica duradera.

El empuje de la demanda interna, que ha sido un soporte fundamental de la expansión, se ha encontrado, además, con algunos factores favorables por el lado de la oferta, que han facilitado su traslación al crecimiento económico y han mitigado sus potenciales efectos desequilibradores. Durante este largo período, la economía española ha experimentado importantes transformaciones, unas vinculadas al propio proceso de integración monetaria y otras independientes del mismo, que han contribuido a incrementar su potencial de crecimiento. Entre ellas han tenido una gran importancia los cambios estructurales y demográficos, que han facilitado el aumento de la oferta de trabajo y del empleo.

En los años noventa, se introdujeron una serie de reformas fiscales y del mercado de trabajo, algunas de ellas como consecuencia de acuerdos alcanzados entre los agentes sociales, que fortalecieron los incentivos para la búsqueda de empleo —rebajando, por ejemplo, la tasa de reemplazamiento de las prestaciones por desempleo— y elevaron los incentivos a la contratación de trabajadores, dando lugar a un recorte importante del desempleo estructural y, por tanto, a un aumento del empleo potencial de la economía. La tasa de paro, que se aproximaba al 18% en 1995, descendió hasta el 10,6% en 2001, un recorte que en su mayor parte puede considerarse estructural. Posteriormente, la tasa de paro ha mostrado mayor estabilidad, situándose en el 11% en 2004.

Paralelamente, se han producido cambios sociales y demográficos muy relevantes, que también han contribuido a aumentar la oferta laboral. La tendencia a la progresiva incorporación de la población femenina al mercado de trabajo, que se inició hace varias décadas, se ha prolongado durante los últimos años. Ello ha dado lugar a un aumento de diez puntos porcentuales en la tasa de participación femenina, entre 1996 y 2004, situándose en el 57,7% de la población de entre 16 y 64 años, en este último año. Más recientemente, la inmigración ha adquirido una intensidad notable. Aunque ya con anterioridad la población inmigrante en edad de trabajar venía creciendo a tasas muy elevadas, entre 2000 y 2003 este colectivo ha crecido a ritmos superiores al 30%, volviendo a incrementarse en torno a un 20% en 2004, según datos de la EPA, y contribuyendo de forma muy significativa al aumento de la población activa. En conjunto, esta ha crecido en España a una tasa media del 2,9% entre 1996 y 2004 (véase recuadro 1.3).

El aumento de la oferta de trabajo, combinado con la moderación salarial que ha seguido al descenso en las expectativas de inflación y la reducción del desempleo estructural en la segunda mitad de los noventa, ha hecho posible un aumento de la producción de la economía,

La oferta de trabajo disponible en la economía española ha experimentado un notable crecimiento en los últimos años, como consecuencia tanto del incremento de la población, derivado, fundamentalmente, de la afluencia de población inmigrante, como del incremento de la participación laboral de los trabajadores residentes en España. En conjunto, ambos fenómenos han supuesto un incremento medio anual de la oferta de trabajo, medido por la población activa estimada por la Encuesta de Población Activa (EPA), del 2,9% entre 1996 y 2004.

En relación con la población total, el Padrón Municipal de Habitantes estima que la población española aumentó en 3,5 millones de personas entre 1996 y 2004, hasta alcanzar una población total de 43,2 millones de personas el 1 de enero de 2004. A pesar de que la información de esta fuente estadística tiene que tomarse con cautela, esta evolución supone un crecimiento medio anual del 1,1% y combina un comportamiento muy diferente de la población nacional y extranjera. En particular, mientras que en 1996 el número de inmigrantes era de 542.314, la cifra en 2004 ascendía a 3.034.326, lo que supone un crecimiento anual del 24%. Por el contrario, la población nacional experimentó en este período un crecimiento medio anual reducido, del 0,3%. Como consecuencia de estos desarrollos, el crecimiento de la población inmigrante fue responsable del 71% del crecimiento total de la población entre 1996 y 2004, si bien todavía supone un porcentaje relativamente reducido de la población to-

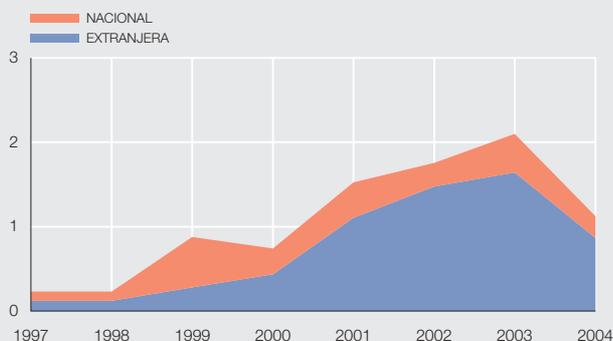
tal, el 7% en 2004. Además, la importancia de la inmigración se ha acentuado en los últimos años. En efecto, mientras que la tasa de crecimiento anual de la población nacional se ha mantenido relativamente estable, la población extranjera aceleró su ritmo de crecimiento en el último período, de modo que la contribución de la población extranjera al crecimiento de la población total se elevó desde el 46% entre 1996 y 2000 hasta el 78% entre este último año y 2004 (véase el panel superior izquierdo del gráfico adjunto). Las diferencias son incluso mayores cuando se considera la población en edad de trabajar. Así, entre 2000 y 2004, la contribución de la población inmigrante al crecimiento de la población de entre 15 y 64 años fue del 87%, es decir, nueve puntos porcentuales más que para la población total.

Pasando a analizar la evolución de la oferta laboral, el número de personas activas en el mercado de trabajo aumentó en 4,2 millones de personas entre 1996 y 2004, según la EPA. La expansión de la población activa de nacionalidad extranjera fue muy notable y creciente en el período 1996-2004, alcanzando un crecimiento medio anual del 32,9%, mientras que la población activa nacional, aun mostrando un mayor dinamismo que la población total, creció a tasas más moderadas, del 1,8%.

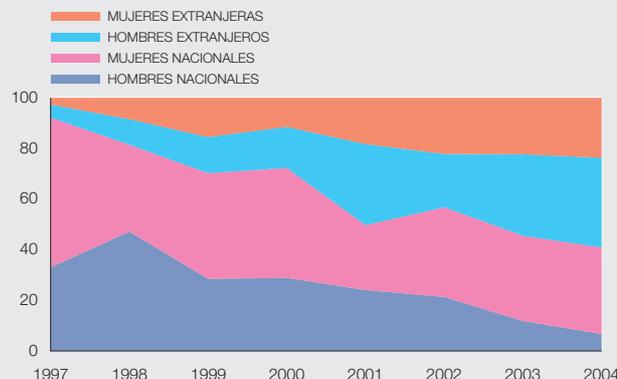
Un análisis más desagregado de las contribuciones al crecimiento de la población activa muestra que la progresiva incorporación de la mujer

**OFERTA LABORAL: FACTORES EXPLICATIVOS**

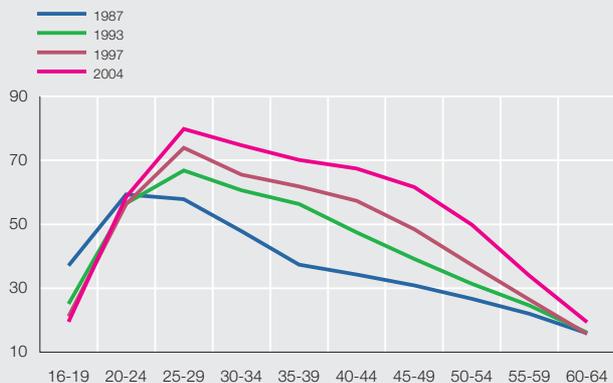
**1. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN TOTAL**



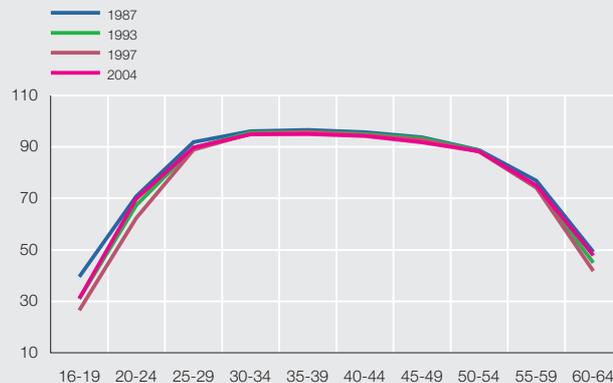
**2. CONTRIBUCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN ACTIVA**



**3. TASAS DE PARTICIPACIÓN FEMENINAS**



**4. TASAS DE PARTICIPACIÓN MASCULINAS**



FUENTE: INE.

al mercado laboral también ha desempeñado un papel fundamental a la hora de explicar el reciente crecimiento de la oferta de trabajo en España. En el panel superior derecho del gráfico adjunto se muestran las contribuciones al crecimiento de la población activa en el período 1996-2004, distinguiendo cuatro colectivos de población según su nacionalidad y sexo. En términos acumulados, a pesar de ser el grupo mayoritario en la población activa —dado que representa en torno al 60% del total de activos—, la contribución de los hombres de nacionalidad española al crecimiento de la población activa fue solo del 21,7%, y mostró una tendencia decreciente a partir del año 2000, con contribuciones muy reducidas en los dos últimos años. Por su parte, el colectivo femenino de nacionalidad española fue uno de los principales impulsores del crecimiento global de la oferta de trabajo en este período, con una contribución acumulada del 36,9%, aunque también mostró un perfil levemente descendente. Por su parte, los trabajadores inmigrantes supusieron, en conjunto, el 41,4% del incremento de la oferta de trabajo, observándose menores diferencias por sexos, al suponer los hombres un 23,7% y las mujeres el 17,7% restante. Lo más destacable en este caso es la tendencia creciente que se observa en la aportación de la población inmigrante, que, en los dos últimos años, representó más de la mitad del incremento total de la oferta laboral.

Como se ha comentado, el incremento de la participación laboral de las mujeres es uno de los principales impulsores del crecimiento de la población activa en los últimos años. Cabe destacar que, detrás de este incremento puede detectarse un cambio notable en el patrón de comportamiento del colectivo femenino en el mercado de trabajo. En el panel inferior izquierdo del gráfico, se puede observar que se ha producido un aumento de las tasas de participación femeninas por edades, aunque las correspondientes a mayores de 50 años son aún muy reducidas. Como se aprecia en el panel inferior derecho, se está produciendo un proceso de convergencia hacia los patrones de comportamiento masculinos, que se caracterizan por alcanzar un máximo de participación cercano a la edad de los 30 años, una vez finalizado el proceso de formación, que se mantiene posteriormente muy estable a lo largo de toda la vida laboral, al menos hasta sobrepasados los 50 años. En conjunto, las diferencias entre ambos sexos son aún apreciables, por lo que, aunque no es de esperar que se eliminen completamente en el futuro, este patrón de convergencia supondrá un sustento para el crecimiento de la tasa de actividad femenina en el medio plazo, que seguirá, por tanto, contribuyendo positivamente al incremento de la oferta laboral en los próximos años.

apoyada fundamentalmente en una intensa generación de puestos de trabajo. Los datos de la Contabilidad Nacional muestran que el crecimiento del PIB entre 1995 y 2004 —que, como se ha señalado, alcanzó una media del 3,2%— vino unido a un incremento del empleo del 2,5%, generándose más de 3,5 millones de puestos de trabajo netos. El dinamismo del empleo ha sido, a su vez, un factor fundamental para la expansión de la demanda, ya que ha sostenido las expectativas de crecimiento de la renta de los hogares, sin las cuales las condiciones financieras no hubieran tenido un impacto tan intenso y persistente sobre el gasto.

En el pasado año se han prolongado las principales tendencias que prevalecen en la economía española desde mediados de la década anterior y que han sido descritas en los párrafos precedentes, e incluso se ha producido una acentuación, en relación con el año anterior, del ritmo de crecimiento de la demanda interna y de la creación de empleo. Pero también se han observado cambios que indican, por un lado, un cierto reequilibrio en la composición de la demanda interna, gracias al impulso de la inversión en bienes de equipo, y, por otro, la acentuación de algunos de los factores de riesgo que suelen acompañar a la prolongación, durante un período de tiempo tan largo, de un patrón de crecimiento basado en el empuje del gasto en consumo y construcción.

El gasto de las familias en consumo e inversión residencial aumentó su ritmo de avance en 2004, en un contexto de mayor crecimiento de la renta disponible y de fuerte revalorización de su riqueza. Aunque el incremento de los salarios nominales fue inferior al registrado en 2003, el avance del empleo, de las prestaciones sociales y de otras rentas compensó este efecto, dando lugar a una aceleración de la renta disponible. En cuanto a la riqueza, el componente financiero se benefició de las alzas que experimentaron los mercados de valores, por segundo año consecutivo, mientras que el continuado crecimiento del precio de la vivienda a ritmos muy elevados proporcionó un nuevo impulso al valor de los activos reales de las familias. En

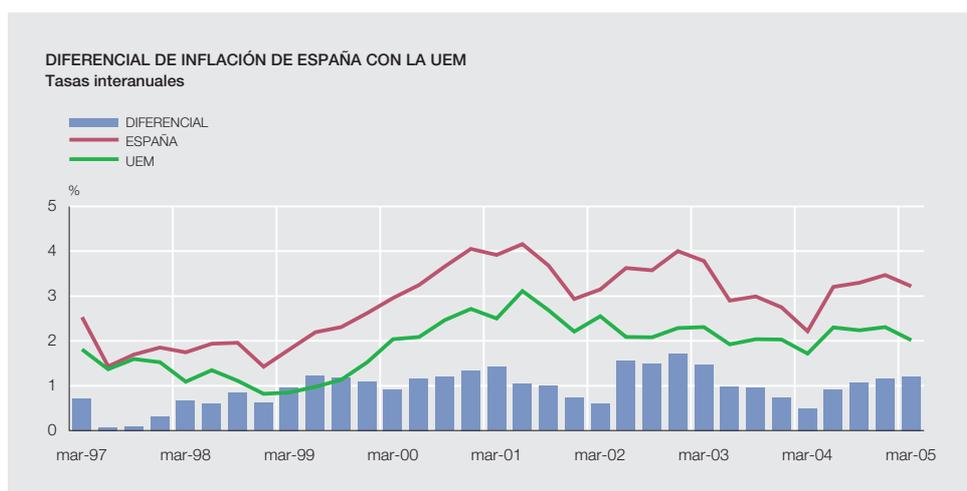
conjunto, los efectos de la riqueza sobre el gasto continuaron siendo elevados en 2004. Así, el consumo privado se incrementó un 3,5%, por encima del 2,9% registrado en 2003, y la tasa de ahorro de las familias experimentó un nuevo descenso. Por su parte, la inversión residencial superó el crecimiento estimado para el año anterior, con una tasa del 6,1%, y situó a las familias, dado su bajo nivel de ahorro, en una posición de demandantes netas de financiación. Todo ello, con el trasfondo de la holgura de las condiciones de financiación que siguió incentivando el recurso al crédito para financiar el gasto, especialmente para la adquisición de vivienda.

A partir de la información proporcionada por la Contabilidad Nacional, base 1995, la inversión empresarial también mostró una recuperación en 2004, tras haber presentado un comportamiento muy poco dinámico desde el año 2000, a pesar de las favorables condiciones financieras existentes. En los últimos años, algunas empresas —especialmente las más grandes, pertenecientes a algunos sectores de servicios y de industrias de red— habían venido dedicando esfuerzos considerables al saneamiento de su posición financiera, que se había visto afectada por las fuertes inversiones realizadas en el pasado reciente, tanto dentro como fuera de España. Una vez que el proceso de saneamiento se ha ido completando, la mejora de las expectativas de crecimiento económico, el aumento de los beneficios empresariales y las mejoras adicionales registradas en las condiciones de financiación se han terminado traduciendo en 2004 en una respuesta positiva en términos de una mayor inversión, especialmente en bienes de equipo. Este hecho, aunque todavía incipiente, ha constituido la novedad más esperanzadora en la corrección del desequilibrio con el que viene creciendo la demanda agregada.

La demanda exterior neta, en cambio, ha ejercido una fuerte detracción al crecimiento del producto en 2004, dentro de una tendencia que se ha intensificado a lo largo de los últimos años. Las exportaciones de bienes y servicios crecieron a un ritmo más elevado que en 2003, apoyadas en la fuerte recuperación de los mercados mundiales de bienes, mientras que las exportaciones de servicios, especialmente el turismo, registraron un comportamiento deprimido, que vino a añadirse al deterioro observado el año anterior. En cualquier caso, las ventas al exterior avanzaron, en conjunto, a un ritmo inferior al del comercio, tanto dentro como fuera de la zona del euro, lo que apunta a una pérdida de competitividad de los productos españoles, como consecuencia, entre otros factores, de su encarecimiento relativo y de la notable apreciación del euro acumulada desde 2002. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios repuntaron fuertemente en 2004. Una parte de este repunte responde al mayor crecimiento de la demanda final, pero una expansión tan abultada refleja también una mayor competitividad de los productos exteriores en el mercado interior.

Por el lado de la oferta, en el año 2004 se han mantenido las principales tendencias de años anteriores, tanto en relación con la composición sectorial de la actividad como con la intensidad en la generación de puestos de trabajo. El crecimiento del PIB se concentró principalmente en el valor añadido de la construcción y de los servicios, aunque la industria recuperó algo de impulso, al beneficiarse en alguna medida del repunte de las exportaciones. Sin embargo, la creación de empleo quedó circunscrita a los dos primeros sectores, ya que en la agricultura y en la industria se observó una reducción neta. La fuerte creación de empleo en 2004 volvió a venir acompañada de un patrón de bajas ganancias de productividad, que se acentuó a lo largo del año, y que tuvo especial incidencia en la construcción y en los servicios de mercado, donde por tercer año se observó un retroceso de la productividad aparente del trabajo.

Como ya se ha señalado, la inflación se mantuvo en el año 2004 en una media del 3%, con un perfil ascendente, ligado principalmente al encarecimiento de los precios de la energía, aunque los precios de los bienes manufacturados, que habían iniciado el año en tasas muy



FUENTE: Eurostat.

moderadas, también registraron una cierta aceleración (véase gráfico 1.2). En general, al margen de los diversos elementos transitorios que incidieron en la evolución de los precios, la inflación en 2004 siguió pautas similares a las que le han caracterizado desde el inicio de la fase expansiva que se ha descrito en este epígrafe. En este sentido, cabe señalar especialmente la dualidad que ha continuado dominando el comportamiento de los precios de consumo, como consecuencia de subidas de precios elevadas y persistentes de los productos que provienen de los sectores más protegidos. Esta dualidad queda ilustrada, sobre todo, por la evolución de los precios de los servicios, que en 2004 se incrementaron un 3,7%, tasa similar a la de 2003. En este contexto, tampoco se han apreciado avances significativos en términos de reducción del diferencial de inflación con la UEM, que fue de 0,9 puntos porcentuales en 2004, mostrando, además, una cierta ampliación a lo largo del año. El funcionamiento poco eficiente de algunos mercados con reducida exposición a la competencia y los mecanismos que refuerzan el comportamiento inercial de los salarios son rasgos que contribuyen, en un contexto de fortaleza de la demanda, al carácter dual y persistente de la inflación en España.

Con todo, las perspectivas apuntan a una prolongación de la actual fase de crecimiento de la economía española en el futuro próximo, como consecuencia de la continuidad de los principales factores que vienen impulsando el dinamismo de la economía. Los datos de los prime-

ros meses indican un mantenimiento de la actividad. Sin embargo, las favorables previsiones de corto plazo no deben ocultar las tensiones que se han ido incubando después de tantos años de condiciones expansivas de demanda y que pueden llegar a representar un riesgo para la continuidad del crecimiento a medio plazo. Dos son las áreas en las que se pueden identificar los principales problemas potenciales. Por un lado, los desajustes de competitividad como consecuencia de una filtración de las presiones de demanda hacia precios y costes y del escaso dinamismo de la productividad observada del trabajo. Y por otro, en el terreno de la situación financiera de las familias, en el que confluyen el elevado ritmo de endeudamiento y el alza de los precios de la vivienda.

#### **4 El reto de la competitividad**

Para que una fase larga de crecimiento, como la que está experimentando la economía española, sea sostenible y permita seguir avanzando en la convergencia real debe ser compatible con el mantenimiento de su competitividad. La competitividad es un concepto complejo, que abarca desde las formas más básicas de la competencia vía precios a consideraciones más amplias sobre la diferenciación de productos, la eficiencia del sistema productivo o el patrón de especialización productiva del país. No obstante, existen indicadores sencillos —como el saldo exterior, las cuotas de exportación o la penetración de importaciones— que alertan sobre la posible existencia de problemas en este terreno, y la mayoría de ellos muestran que el riesgo de deterioro de la competitividad de la economía española ya ha empezado a materializarse.

Así, como se señala en el epígrafe anterior, la persistencia de presiones internas de demanda que superan la capacidad de la oferta para absorberlas ha venido generando tensiones de precios y costes, que erosionan la competitividad. Estos problemas se han manifestado, ante todo, en el drenaje del crecimiento que se ha producido a través de la contribución negativa de la demanda exterior, que, como ya se ha señalado, se intensificó notablemente en 2004. El déficit del comercio de bienes, medido en términos nominales, creció hasta situarse en el 6,8% del PIB y las necesidades de financiación de la economía, una vez que se tienen en cuenta el superávit de servicios, incluido el turismo, y el saldo de las transferencias y rentas con el exterior, alcanzaron el 4,2% del PIB, frente al 2,1% de 2003. Es cierto que puede haber habido algunos factores transitorios que hayan influido sobre los resultados de la demanda exterior en 2004 —deprimiendo, por ejemplo, de forma excepcional la demanda turística—, y que, desde el punto de vista del equilibrio interno, el aumento de la necesidad de financiación de la economía responde más a un avance de la inversión que a un menor ahorro. Sin embargo, la magnitud del deterioro experimentado excede a la que puede atribuirse a las discrepancias cíclicas o a la intensidad importadora que acompaña a la reanimación de la inversión en bienes de equipo y debe considerarse indicativa de las dificultades del sistema productivo para atender la dinámica del gasto y de la posibilidad de que estas puedan llegar a limitar el crecimiento de la economía.

La pertenencia de España a la UEM ha alterado significativamente la naturaleza y el alcance del desequilibrio exterior, ya que, al compartir la moneda y el tipo de cambio con un área de estabilidad, se facilita grandemente la financiación del mismo y, sobre todo, se eliminan los efectos de inestabilidad financiera y cambiaria que lo acompañan en economías con soberanía monetaria. Sin embargo, ello no quiere decir que la economía se haya vuelto inmune a desajustes en los intercambios con el exterior que sean reflejo de problemas de competitividad. Al contrario, cuando no se dispone del tipo de cambio para corregir los desalineamientos de precios y costes relativos, los problemas de competitividad pueden suponer riesgos importantes para la sostenibilidad del crecimiento dentro de una unión monetaria.

En este sentido, el comportamiento reciente de las cuotas de exportación apunta a la presencia de problemas de competitividad. Como se analiza con más detalle en el recuadro 1.4, a

En los últimos años, los indicadores de competitividad de la economía española basados en los precios y costes relativos frente a sus principales competidores continuaron mostrando signos de deterioro. Para interpretar el alcance de este fenómeno, es necesario analizar el comportamiento de los flujos de comercio en relación con el comportamiento de los diversos mercados.

En lo relativo a las ventas al exterior, en los últimos años se ha interrumpido el proceso de convergencia de las cuotas de las exportaciones españolas hacia niveles comparables a los que registran otras economías de tamaño similar y acordes con el peso de la economía española en el producto mundial. De hecho, la cuota de las exportaciones españolas de bienes en términos reales, tras crecer de manera continuada desde mediados de los años ochenta, se estabilizó a finales de los años noventa, disminuyendo en el año 2004. Por áreas geográficas, cabe destacar la ligera reducción de la cuota en los mercados del área del euro en 2004, tras su mejoría en 2003, que contrasta con una pérdida de cuota más acusada en el resto del mundo. En términos de las exportaciones reales de bienes y servicios<sup>1</sup>, el retroce-

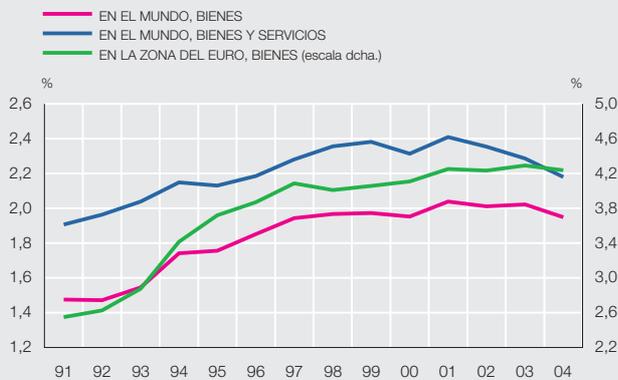
so de la presencia de los productos españoles en los mercados internacionales se inició con anterioridad, en 2002, aunque también se aprecia una intensificación de este proceso en el último año<sup>2</sup>. Por otra parte, la penetración de las importaciones en la demanda final, en términos reales, que venía aumentando de manera continuada desde principios de los noventa, y había moderado su crecimiento a partir de 2000, en un contexto de notable avance de la demanda interna, volvió a incrementarse de manera notable en 2004.

Entre los factores que explican la evolución de la cuota de las exportaciones españolas, cabe destacar, en primer lugar, su estructura geográfica y sectorial. En las ventas españolas al exterior predominan mercados que en los últimos años han registrado crecimientos moderados, como puede ser el del área del euro, en detrimento de otros que han mostrado un mayor dinamismo, como Estados Unidos y los países asiáticos. Así, en el último lustro las exportaciones dirigidas a los países de la UEM supusieron prácticamente un 60% de las ventas de bienes al exterior (porcentaje que más que duplica su peso en el comercio mundial), mientras que las exportaciones a los países

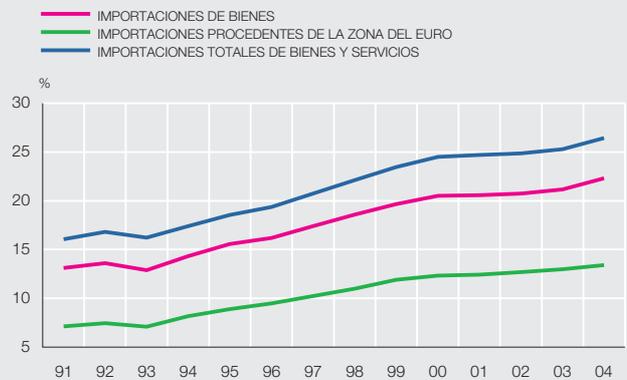
1. En relación con las exportaciones de servicios, cabe destacar que hasta 2003 se incrementó la cuota española en el turismo mundial, medida como porcentaje del número total de turistas. Sin embargo, la evolución en términos de ingresos por turismo fue menos positiva.

2. Por su parte, en términos nominales, la evolución fue algo más positiva hasta 2003, como consecuencia de la evolución del tipo de cambio, pero en 2004 se produjo un deterioro claro de la cuota, a pesar de la apreciación adicional del euro.

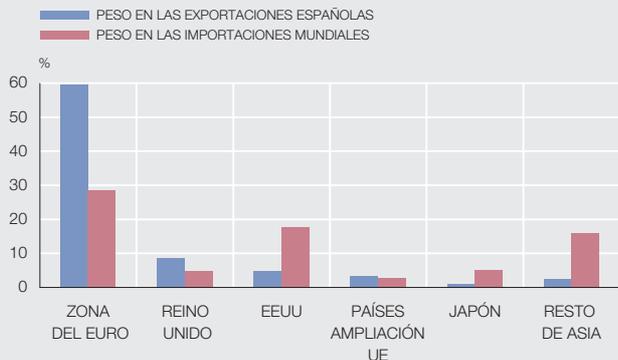
CUOTAS REALES DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS



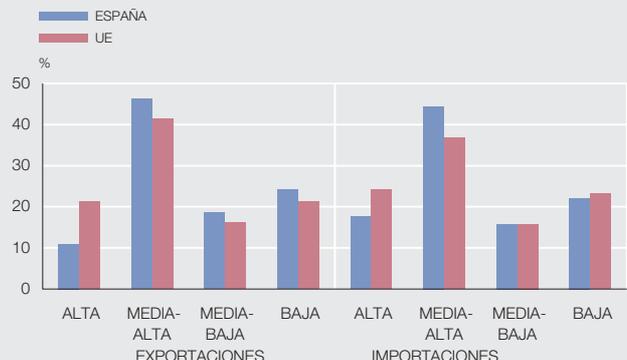
PENETRACIÓN REAL DE IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL



ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS EN EL MUNDO Y EN ESPAÑA  
Años 1999-2004



ESTRUCTURA DEL COMERCIO EXTERIOR POR INTENSIDAD TECNOLÓGICA.  
Año 2002



FUENTES: FMI, OCDE, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas, Ministerio de Economía y Banco de España.

asiáticos —el mercado más dinámico en este período— representaron únicamente el 2,4% de las exportaciones totales (frente a una participación del 15,9% en las importaciones mundiales de bienes). Como aspecto positivo, cabe mencionar el notable incremento que ha registrado en los últimos años el peso de los nuevos miembros de la UE en la estructura de las exportaciones españolas, países en los que se encuentran los mercados más dinámicos.

En cuanto a la composición sectorial de las exportaciones, en España predominan las ramas de intensidad tecnológica media-alta y baja, mientras que el peso de las ramas de alta tecnología es relativamente reducido, y no ha experimentado avances significativos en los últimos años. Dada la evolución de la demanda de nuestros principales socios comerciales, que en los últimos años se ha caracterizado por un mayor dinamismo de las compras en los sectores de alta tecnología, esta estructura ha tenido un efecto ligeramente negativo sobre la cuota de las exportaciones españolas. Además, el mayor peso de las ramas de baja tecnología, cuyos productos están por lo general menos diferenciados y más expuestos a la creciente competencia de las economías emergentes, podría haber afectado negativamente a la evolución de las exportaciones en los últimos años.

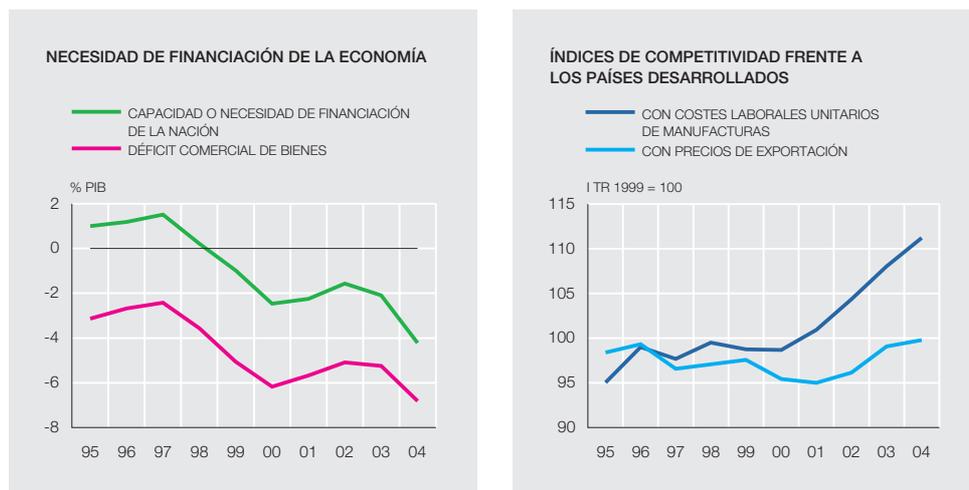
Con todo, los efectos de composición no son suficientes para explicar la disminución de la cuota de las exportaciones españolas, que en 2004 registraron un crecimiento inferior, no solamente al del comercio mundial, sino también al de sus mercados. En este sentido, otro factor que resulta fundamental para explicar este desarrollo es la evolu-

ción de la competitividad en términos de precios y costes. En este sentido, la apreciación acumulada del tipo de cambio del euro desde 2002, unida al incremento de los precios de exportación en euros<sup>3</sup>, ha supuesto un notable deterioro de la competitividad precio de las exportaciones españolas. Este problema se ve acentuado por la creciente presencia en los mercados internacionales de algunos países con importantes ventajas de costes, entre los que cabe destacar a los nuevos miembros de la UE y a las economías asiáticas. De hecho, en el período 1999-2004, el peso de las economías asiáticas en el comercio mundial se incrementó notablemente, con un aumento generalizado de su penetración en todos los mercados, mientras que el incremento de la cuota de los países de la ampliación se concentró en los mercados europeos, especialmente en Alemania. La creciente competencia de estos países no solo se manifestó en la mayor reducción de las ventas españolas en aquellos mercados en los que la cuota de estos países se ha incrementado en mayor medida, sino también en el avance de las importaciones de sus productos en España, de manera que las importaciones en términos nominales procedentes de los países del Sudeste asiático y de los países de la ampliación crecieron, en 2004, un 22,4% y un 17,8%, respectivamente.

**3.** Los precios de exportación han crecido, en los últimos años, muy por debajo de los principales indicadores de precios y costes de la economía española, lo que refleja el de reducción de márgenes de las empresas exportadoras para mantener su cuota de mercado. Con todo, esta evolución fue aún más moderada en el promedio de los países de la UE.

finales de los años noventa, las exportaciones españolas abandonaron la tendencia de ganancia de cuota en los principales mercados de bienes que habían venido registrando con anterioridad, si bien siguieron ampliando su participación, durante algunos años más, en el mercado turístico. Desde 2002, sin embargo, la tendencia al estancamiento generalizado de las cuotas de exportación se ha hecho más evidente y ha derivado en una pérdida de participación, en 2004, que se ha extendido al turismo también. Por su parte, las importaciones de bienes y servicios repuntaron significativamente durante el pasado año, elevando en un punto porcentual su participación en el PIB real, que había permanecido estable desde el año 2000.

La sustancial apreciación del euro acumulada en 2003 y 2004 ha contribuido, sin duda, al empeoramiento del sector exterior y al retroceso de la presencia de productos españoles en los diferentes mercados durante el pasado año. Pero también la persistencia de diferenciales de crecimiento positivos de precios y costes, frente a prácticamente todos los competidores de los productos españoles, ha tenido un papel importante en ese resultado. De hecho, en los mercados de la zona del euro son estos diferenciales los que pueden explicar las dificultades para el mantenimiento de la cuota de los productos españoles. Aunque los diferenciales medidos a través de los precios de exportación han aumentado menos que cuando se miden en términos de los precios de producción o de los costes laborales, ello solo pone de manifiesto el esfuerzo que han tenido que realizar los sectores exportadores, mediante la reducción de márgenes, para defender su posición en los mercados exteriores (véase gráfico 1.3).



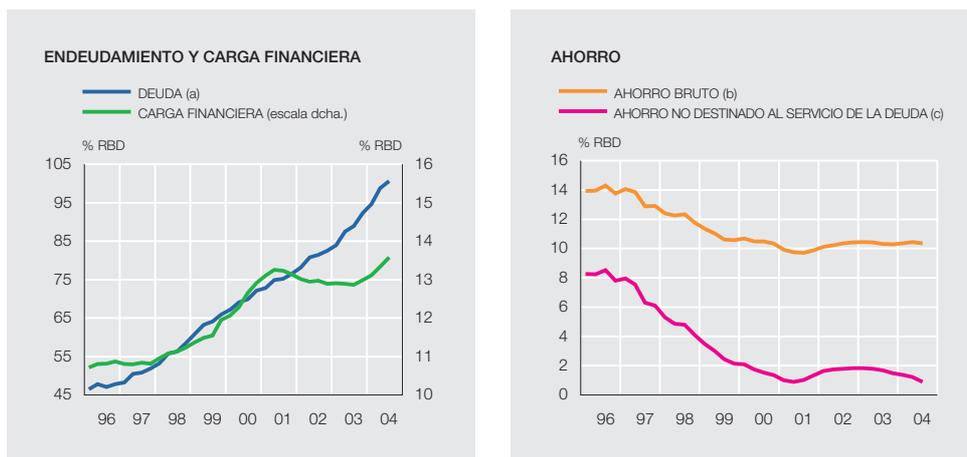
FUENTES: FMI, OCDE, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

La pérdida de competitividad medida por la evolución relativa de los costes laborales unitarios resulta especialmente significativa, porque resume dos de los principales factores que intervienen en este proceso: la inercia nominal que aún caracteriza a la fijación de los salarios y el bajo crecimiento de la productividad. El crecimiento de los salarios nominales en España puede considerarse moderado cuando se compara con episodios pasados de la economía. Sin embargo, el sistema actualmente vigente de determinación salarial ha anclado ese crecimiento en tasas de variación cercanas al 3% e incorpora, además, cláusulas de salvaguarda frente a las desviaciones de la inflación. Todo ello introduce una inercia importante en el comportamiento de los salarios que dificulta la convergencia con la UEM en materia de inflación.

Por otra parte, si bien las reducidas ganancias de productividad reflejan la elevada creación de empleo y la elección de una combinación de factores capital-trabajo relativamente favorable al trabajo —el factor que más aumenta en la economía española—, también se aprecian signos de un retraso genuino en la incorporación de progreso técnico y en la intensidad de las ganancias de eficiencia de la economía. El práctico estancamiento que ha registrado la productividad total de los factores en los últimos años muestra las dificultades existentes para incorporar la innovación y el progreso tecnológico en el funcionamiento de la economía. La elevada generación de empleo está siendo un factor fundamental en el impulso de la economía, pero, si en el futuro no se ve acompañada por una mejora significativa en el comportamiento de la productividad, será cada vez más difícil asegurar la continuidad del propio crecimiento y del proceso de convergencia real.

Por otra parte, en un contexto de crecimiento comparativamente elevado de los costes laborales, el hecho de que el patrón de especialización de la economía española se concentre principalmente en algunos productos, donde se percibe con mayor intensidad la competencia de los nuevos socios del centro y este de Europa, con niveles de costes laborales más reducidos, y en otras industrias de contenido tecnológico bajo y demanda poco dinámica, que utilizan intensivamente mano de obra poco cualificada, constituye una fuente adicional de riesgo para el mantenimiento de las posiciones españolas en los mercados mundiales.

En definitiva, la continuidad de la fase expansiva de la economía y del proceso de convergencia real requiere una estrategia de mejora de la competitividad, a través del fomento de la productividad y de la búsqueda de un patrón de especialización que no esté basado en las



FUENTE: Banco de España.

- a. Incluye crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.  
 b. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible de los hogares.  
 c. Ahorro bruto menos los pagos por amortización de la deuda estimados.

diferencias de costes, sino en la orientación de la producción y la exportación hacia los sectores y las áreas geográficas más dinámicos.

### 5 La situación financiera de las familias y el mercado de la vivienda

Otro de los riesgos que suscita la prolongación de la etapa de crecimiento que está viviendo la economía española se deriva de los cambios en la posición patrimonial de los hogares motivados por el largo período de elevado gasto en consumo e inversión residencial, en un contexto de notable holgura de las condiciones financieras y de crecimiento sostenido del empleo.

El elevado dinamismo del gasto de los hogares ha superado el ritmo de avance de sus rentas y ha generado un crecimiento importante y sostenido de sus deudas desde mediados de los años noventa. Esta expansión se ha intensificado, incluso, en el período más reciente, de manera que en 2004 la ratio agregada de endeudamiento de las familias se ha situado por encima del 100% de su renta disponible, superando los niveles medios observados en la zona del euro (véase gráfico 1.4).

Las cotas de endeudamiento alcanzadas pueden explicarse como consecuencia de la adaptación de los hogares españoles al nuevo contexto de estabilidad macroeconómica. De hecho, la carga financiera soportada se ha incrementado en mucha menor medida que los pasivos contraídos, como consecuencia de la disminución de los tipos de interés y del alargamiento de los plazos de amortización. A pesar de ello, la proporción de los ingresos que las familias pueden destinar al ahorro, una vez descontado el servicio de sus deudas, se ha ido reduciendo de forma significativa, hasta hacerse prácticamente nulo en 2004.

Con un mayor nivel de endeudamiento y un colchón de ahorro disponible menor, las decisiones de gasto de los hogares son potencialmente más sensibles frente a aquellas perturbaciones que puedan afectar de manera negativa a su capacidad para hacer frente a los pagos derivados de las deudas contraídas. Entre estas, destacan las asociadas a la evolución del empleo, que desempeña un papel fundamental en la formación de las expectativas de renta, de los tipos de interés y de los precios de la vivienda. La sensibilidad de las familias ante posibles elevaciones de los tipos de interés se ha visto incrementada por el hecho de que la mayor

parte de sus pasivos está materializada en forma de créditos a tipo de interés variable. Y, a su vez, la influencia de los precios de la vivienda se ha visto reforzada como consecuencia de que el grueso de los fondos recibidos por los hogares se ha materializado en la adquisición de activos inmobiliarios.

La fuerte revalorización de la vivienda desde finales de la pasada década ha contribuido a reforzar la posición patrimonial del sector, permitiendo que, pese al avance de las deudas, su riqueza neta haya crecido de manera ininterrumpida hasta alcanzar, aproximadamente, un 600% del PIB. Por ello, una corrección del precio de la vivienda afectaría negativamente al gasto privado —sobre todo si coincidiese con una subida significativa de los tipos de interés o con una drástica desaceleración del empleo—. En 2004, los precios de la vivienda no mostraron síntomas de desaceleración y volvieron a registrar una tasa de expansión muy elevada, por encima del 17%. Aunque los principales determinantes de la tendencia de estos precios a largo plazo, como los niveles de renta, las variables demográficas y el coste de la financiación, han continuado impulsando su nivel de equilibrio, los avances registrados han sido muy superiores a lo que podría atribuirse a la trayectoria de los factores fundamentales. De esta forma, la sobrevaloración que viene detectándose en este mercado desde hace unos años —en una cuantía que varía según el modelo empleado para estimarla— no solo no se ha corregido, sino que ha tendido a ampliarse, con lo que también se ha incrementado la probabilidad de que la corrección del desajuste actual pueda adquirir una intensidad significativa (véase recuadro 1.5).

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la dinámica de ajuste a corto plazo que caracteriza a los precios en un mercado con movimientos tan inerciales como el de la vivienda supone una cierta persistencia de las desviaciones respecto de la tendencia, que suelen ser absorbidas de manera gradual. En línea con este comportamiento, que es el que tradicionalmente ha prevalecido en la economía española, es posible, sin embargo, que la absorción de la sobrevaloración que existe en la actual coyuntura siga la pauta de episodios anteriores, sin que se produzcan, por tanto, correcciones bruscas.

En todo caso, la mayor exposición de los hogares a las perturbaciones comentadas no debe confundirse con síntomas de debilidad de la posición patrimonial del sector. Antes al contrario, la situación financiera de las familias, globalmente considerada, es sólida, como evidencian el elevado nivel de riqueza neta y el moderado peso de la carga financiera sobre la renta. Asimismo, la información desagregada por hogares procedente de la Encuesta Financiera de las Familias, recientemente realizada por el Banco de España, tiende a apoyar esta valoración cuando se analiza la situación de la familia endeudada representativa, si bien se detecta también que un segmento del sector de hogares mostraba en 2002, año de referencia de la Encuesta, un grado de vulnerabilidad más acusado.

Asimismo, a la hora de valorar las posibles repercusiones sobre el gasto derivadas de la materialización de alguno de los escenarios de riesgo antes descritos, es preciso tener en cuenta la existencia de algunos factores mitigantes. El más relevante de ellos radica, sin duda, en la solidez del sistema bancario español. Su estabilidad, entendida en sentido amplio, minimiza la posibilidad de que eventuales perturbaciones como las comentadas puedan terminar traducándose en una limitación de la capacidad de las entidades para atender de manera eficiente las demandas de nuevos fondos. Por otro lado, debe tenerse presente que los hogares españoles, al contrario de lo ocurrido en otros países, no parecen haber utilizado la revalorización de sus activos reales para solicitar créditos hipotecarios destinados a financiar su gasto de consumo corriente, lo que contribuye también a moderar los efectos riqueza asociados a eventuales ajustes a la baja en el precio de la vivienda.

El mercado de la vivienda en España ha estado expuesto a una importante sucesión de *shocks* de demanda en los últimos años, derivados de los cambios registrados en variables como el grado de estabilidad macroeconómica, las expectativas sobre rentas futuras de los hogares, los tipos de interés, la demografía o la demanda de segundas viviendas por parte de residentes y no residentes. La oferta, por su parte, ha respondido de una manera más ágil que en ocasiones anteriores, pero, a la postre, insuficiente para absorber de manera completa estas perturbaciones, lo que ha provocado un fenómeno de sobrevaloración de los inmuebles. La cuantificación precisa de dicha sobrevaloración, no obstante, está sujeta a un elevado grado de incertidumbre.

En 2003, se estimaba que el grado de sobrevaloración de la vivienda en España a mediados de 2002 se situaba entre el 8% y el 20%, dependiendo del modelo de valoración considerado<sup>1</sup>. La amplitud del rango es buena prueba de la incertidumbre que rodea la cuantificación de la distancia entre el valor de equilibrio a largo plazo de los inmuebles y el observado en el mercado. Además, este dato resul-

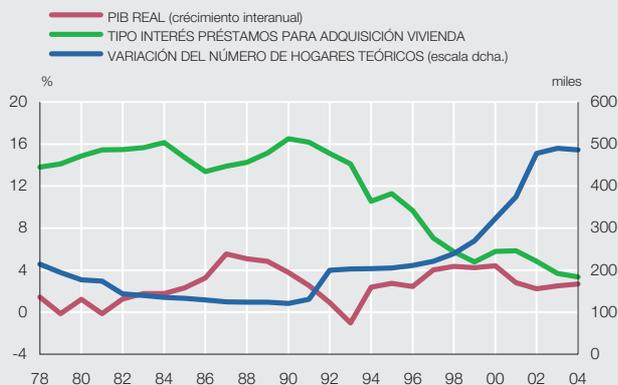
ta insuficiente para caracterizar adecuadamente la situación en este mercado, ya que, por la propia naturaleza del bien comercializado, cabe esperar que los ajustes de precios ante cambios en sus determinantes fundamentales se produzcan de una manera relativamente lenta. De hecho, la conclusión que se extraía del análisis era que el grado de sobrevaloración que se encontraba era perfectamente compatible con una reabsorción paulatina y ordenada del mismo, tal y como, de hecho, había ocurrido en episodios similares anteriores.

El gráfico adjunto muestra los resultados de una actualización de los cálculos para un período muestral que se extiende hasta el cuarto trimestre de 2004. Más concretamente, se muestran las estimaciones tanto del nivel de equilibrio del precio de la vivienda como de la dinámica de ajuste a corto plazo del mismo que cabría esperar a tenor de lo observado en episodios anteriores. Y ello, para cada uno de los tres modelos disponibles: los dos basados en un enfoque macroeconómico en el que el valor de los inmuebles se relaciona, fundamentalmente, con variables como la renta disponible de los hogares y el coste de la financiación hipotecaria (modelos 1 y 2); y el que adopta una aproximación de corte financiero en el que los activos inmobiliarios se asimilan a activos financieros, cuyos dividendos to-

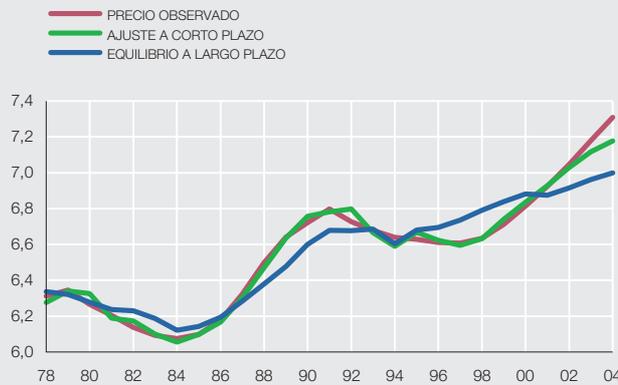
1. Ayuso, Martínez, Maza y Restoy (2003), «El precio de la vivienda en España», *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA (a)

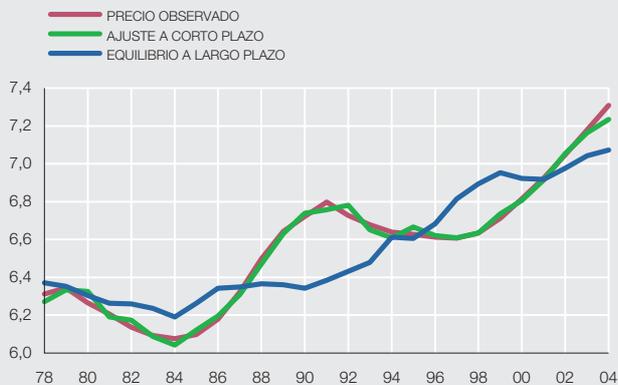
EVOLUCIÓN DE ALGUNOS DETERMINANTES FUNDAMENTALES DEL PRECIO



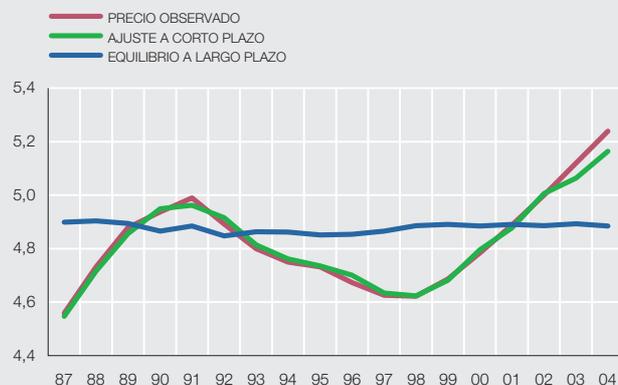
MODELO 1. ELASTICIDAD RENTA LIBRE



MODELO 2. ELASTICIDAD RENTA UNITARIA



MODELO 3. PRECIO DE LA VIVIENDA/PRECIO DE LOS ALQUILERES



FUENTES: INE, Ministerio de Vivienda, Tecnigrma y Banco de España.

a. Mods. 1 y 2: Series de precios, deflactadas por el IPC, en logaritmos. Mod. 3: Ratio precio vivienda / alquileres, en logaritmos.

man la forma de alquileres o de servicios de alojamiento proporcionados a sus propietarios (modelo 3)<sup>2</sup>.

Como puede observarse, los tres modelos coinciden en señalar un aumento sostenido durante los dos últimos años del grado de sobrevaloración, cuyo valor estimado habría pasado a un 14%-23%, en 2003, y a un 24%-35%, en 2004. Es importante señalar, no obstante, que el punto medio de estos intervalos no proporciona necesariamente la mejor estimación puntual de la brecha entre los precios observado y de equilibrio. Así, es preciso recordar, por un lado, que el modelo 3, por su naturaleza, no caracteriza el comportamiento del precio de la vivienda, sino el de su ratio sobre el nivel de los alquileres. Los problemas de medida de este último<sup>3</sup> hacen probable que

2. Para mayor detalle, pueden consultarse los Documentos de Trabajo del Banco de España 0304 y 0307, donde se desarrollan estos modelos. 3. A título de ejemplo, se puede señalar que la información disponible permite computar el nivel medio de los alquileres, pero no su nivel marginal, que es el relevante desde un punto de vista teórico. Dado que los contratos se renuevan con una frecuencia relativamente baja, el precio medio se ajusta a los cambios en el precio marginal de manera lenta.

parte de la sobrevaloración que se refleja en el gráfico responda a una cierta infravaloración del denominador de la ratio que se analiza. Por otro lado, los resultados del modelo 1 descansan sobre la estimación de una elasticidad del valor de los inmuebles a la renta de las familias excesivamente elevada de acuerdo con los estándares teóricos —esta es, de hecho, la razón que explica que haya dos modelos alternativos para el enfoque macroeconómico—. En consecuencia, una eventual estimación puntual del grado de sobrevaloración debería ponderar en mayor medida los resultados del modelo 2 y, por tanto, tendería a situarse en la mitad inferior de los diferentes rangos antes comentados.

Por su parte, la desviación del precio de la vivienda con respecto a su senda de ajuste a corto plazo estimada ha aumentado algo, si bien continúa señalando como escenario futuro más probable para este mercado uno de eliminación paulatina y ordenada de la sobrevaloración, basada en una desaceleración de los precios observados y una cierta tendencia creciente de los valores de equilibrio a largo plazo. Es evidente, no obstante, que la probabilidad que cabe asignar a este escenario será tanto menor cuanto más se dilaten en el tiempo las tendencias que evidencia el gráfico adjunto.

En cualquier caso, el mantenimiento de las tendencias que vienen mostrando los precios de la vivienda y el endeudamiento de los hogares terminaría por agotar los márgenes de seguridad que todavía existen, por lo que, solo si ambas variables inician pronto una senda de desaceleración, el gasto de los hogares será capaz de mantener una pauta de expansión sostenida.

## **6 Políticas económicas para fomentar la sostenibilidad del crecimiento**

El diagnóstico de la situación de la economía española realizado a lo largo de este capítulo señala que en 2004 y en los meses transcurridos de 2005 se habría mantenido la fase de expansión que ha prevalecido desde mediados de los años noventa y las perspectivas de un continuado dinamismo. Sin embargo, la persistencia de algunos de los riesgos señalados demanda una respuesta de la política económica que facilite el crecimiento equilibrado de la demanda interna e incremente la capacidad de respuesta de la oferta agregada.

En 2004, la orientación de la política monetaria única ha mantenido un tono holgado. Al mismo tiempo, la política fiscal se diseñó con un carácter moderadamente expansivo, que quebraba la tendencia restrictiva que había predominado en los últimos años. No obstante, la ejecución ha resultado finalmente más contenida. El saldo de la cuenta de las AAPP en 2004 alcanzó un déficit del 0,3% del PIB, pero, descontado el efecto de la asunción de deuda de RENFE, supuso un superávit del 0,4% del PIB, que supera en unas décimas el objetivo de equilibrio presupuestario programado a principios de ese año. Este mejor resultado, en un contexto de desviación al alza del gasto corriente primario, ha sido posible por un crecimiento de los ingresos que, como en años anteriores, ha resultado ser muy superior al previsto en la programación presupuestaria.

En el futuro próximo, la política monetaria única, aunque adquiera una orientación menos expansiva, difícilmente supondrá un ajuste suficiente de las condiciones monetarias a las necesidades internas de la economía española. Por su parte, la política presupuestaria

programada en los Presupuestos Generales del Estado de 2005 y en la última actualización del Programa de Estabilidad hasta 2008 apunta al mantenimiento de un tono prácticamente neutral, dentro de una trayectoria de modestos superávits para el conjunto de las Administraciones Públicas, que no suministra impulsos adicionales de contención de la demanda interna. Existe, por tanto, algún margen para que la política presupuestaria refuerce su potencial estabilizador, proyectando hacia el futuro las mejoras experimentadas en 2004 mediante objetivos de superávit más ambiciosos. De hecho, el dinamismo que han mostrado los ingresos presupuestarios en 2004 ha sido una pauta común a lo largo de los ejercicios presupuestarios de los últimos años, por lo que, de mantenerse en el futuro, debería aprovecharse para consolidar una posición más favorable del saldo público.

Cuando, como ocurre en la actualidad, se parte de posiciones de equilibrio presupuestario, el papel estabilizador de la política fiscal tiene un recorrido relativamente acotado. Existe, sin embargo, un importante margen de actuación en el terreno de la racionalización de ingresos y gastos públicos y de la mejora de calidad de las finanzas públicas, que puede resultar muy eficaz para el sostenimiento del crecimiento económico. Algunas de las medidas anunciadas, como la creación de la Agencia Estatal de Evaluación de las políticas públicas y de la calidad de los servicios públicos, o la definición de una estrategia de racionalización de las participaciones del Estado en el sector público empresarial, deben permitir avanzar en esa dirección. Del mismo modo, las reformas fiscales previstas para los próximos años deberían contribuir a mejorar la eficiencia en la asignación de recursos —mediante la incentivación de las decisiones de participación en el mercado de trabajo y de ahorro de los agentes económicos—, sin poner en peligro la estabilidad presupuestaria.

En todo caso, tanto el incremento del superávit estructural primario como la mejora de la calidad de las finanzas públicas resultan particularmente relevantes ante los problemas de sostenibilidad a largo plazo que están planteados. Las proyecciones demográficas disponibles apuntan a un importante proceso de envejecimiento de la población, incluso en el escenario más favorable de mantenimiento de fuertes entradas de inmigrantes. Este proceso tendrá amplias repercusiones sobre el gasto público en pensiones, en sanidad y en cuidado de los mayores, que son esferas en las que se ha avanzado poco en la introducción de reformas que prevengan el impacto futuro del envejecimiento. Una estrategia basada en el incremento del fondo de reserva de la Seguridad Social, el fomento del empleo y la consolidación fiscal es imprescindible para atajar los problemas futuros de sostenibilidad, pero puede resultar insuficiente si no se acompaña también de medidas de reforma en los sistemas de protección social o si no se prevén anticipadamente los flujos de gasto público vinculados al aumento de la inmigración y de la dependencia.

El mantenimiento de la estabilidad presupuestaria, en línea con el contenido del último Programa de Estabilidad, resulta fundamental para el correcto desenvolvimiento de la economía a corto plazo y para el fortalecimiento de sus posibilidades de crecimiento a largo plazo. Para mantener la coherencia con estos objetivos es importante que las reformas que se pretenden introducir en este terreno, como la revisión de las leyes de estabilidad presupuestaria y del sistema de financiación autonómica, no debiliten el marco de disciplina fiscal de la economía española.

Con todo, dentro de la Unión Económica y Monetaria, el margen de actuación de las políticas de demanda se encuentra constreñido y su principal contribución al crecimiento consiste en asegurar un marco de estabilidad, por lo que las políticas de oferta orientadas a incrementar el crecimiento potencial cobran una gran relevancia. Desde esta perspectiva, el diagnóstico

que se ha trazado en epígrafes anteriores refleja la necesidad de que el impulso a la capacidad de crecimiento provenga simultáneamente de una mayor y más intensa utilización del factor trabajo y de un incremento de la productividad total de los factores. El requisito de mantener elevados ritmos de ocupación resulta particularmente importante para el crecimiento potencial, habida cuenta del déficit que todavía presenta la economía española en términos de tasas de participación y de ocupación y de las perspectivas de envejecimiento de la población. Al mismo tiempo, un patrón de crecimiento que no incorpore ganancias de eficiencia sustanciales impondría serias limitaciones al proceso de crecimiento potencial y de convergencia real.

El fuerte dinamismo en la creación de empleo en los últimos años se ha visto favorecido por las reformas instrumentadas para promover el empleo estable e incentivar la participación en el mercado de trabajo. No obstante, a pesar del favorable comportamiento en 2004 de la mayoría de los indicadores estructurales del mercado de trabajo, existen algunos indicios de que los efectos de estas reformas podrían estar agotándose. La estabilización de la tasa de temporalidad en niveles relativamente elevados y la desaceleración en los avances de la participación pueden ser síntomas ilustrativos.

Paralelamente, la evolución de los salarios, como se ha visto en epígrafes anteriores, no acaba de ajustarse plenamente a las pautas de estabilidad del área, como consecuencia, entre otros factores, de la ausencia de reformas en un sistema de negociación colectiva que no promueve suficientemente la adaptación de los incrementos salariales a las diferencias de productividad sectoriales y en el que los bajos crecimientos de la productividad han determinado aumentos sustanciales en los costes unitarios del trabajo en términos nominales, sobre todo si se comparan con los crecimientos que se observan en otros países europeos. A su vez, la aplicación de las cláusulas de salvaguarda sobre los salarios ha contribuido en los últimos años a ampliar los diferenciales de crecimiento de los costes laborales con la UEM. Las revalorizaciones anunciadas del salario mínimo interprofesional podrían intensificar, aunque sea de forma indirecta, los aumentos salariales en los niveles más bajos de la estructura retributiva y, por esta vía, incidir negativamente sobre las posibilidades de empleo de los colectivos de trabajadores con productividad más reducida, pudiendo afectar a la capacidad de la economía española para mantener el actual proceso de intensa creación de puestos de trabajo.

Todo ello avala la necesidad de seguir avanzando en las reformas del mercado de trabajo, que revisen la estructura de la negociación colectiva, las modalidades de contratación, con el fin de reducir la dualidad existente en el mismo —sin poner en peligro el dinamismo en la creación de empleo—, y los sistemas de intermediación. Igualmente, se requieren actuaciones orientadas a mejorar la eficacia de las políticas activas de empleo y de los procesos de formación, para adecuar la adaptabilidad de la oferta de trabajo a las demandas de empleo. Algunas de estas recomendaciones se deducen del Informe de la Comisión de Expertos para el Diálogo Social, que plantea la necesidad de que las empresas españolas dispongan de un marco laboral flexible, que facilite la adaptación a un entorno cada vez más competitivo.

El reto de la competitividad requiere, sin embargo, que, al mismo tiempo que se mantiene el dinamismo en la creación de empleo, se generen ganancias de eficiencia e incrementos de la productividad. Para superar las deficiencias que el patrón de crecimiento seguido por la economía española ha puesto de manifiesto en este terreno, es imprescindible aumentar la inversión en capital físico y tecnológico y el fomento de la innovación. El papel de las políticas públicas en esta materia tiene que dirigirse, fundamentalmente, a crear el entorno institucional y del marco regulador que incentive la educación y la formación profesional, y la iniciativa del sector privado para la adecuación de su equipo de capital, la adopción de las nuevas tecnologías y la racionalización de los procesos productivos.

En esta línea, el Plan de dinamización de la economía y de impulso a la productividad, aprobado por el Gobierno a finales de febrero de 2005, otorga a la mejora de la productividad un lugar central en los objetivos de la política económica. El primer paquete de medidas del Plan tiene, sin embargo, un alcance parcial, debido al enfoque gradual adoptado, a los límites competenciales del Gobierno central y al carácter incompleto de algunas de las propuestas. La mayoría de las actuaciones se concentran en determinados mercados de bienes y servicios —fundamentalmente en el sector energético—, y en los mercados financieros; y se han diseñado para profundizar en los niveles de competencia alcanzados. Abarcan tanto algunos de los sectores en los que, tras varios años de liberalización, se necesita avanzar hacia un mayor grado de competencia efectiva, como es el caso de los sectores eléctrico, de hidrocarburos líquidos y gaseosos y servicio postal, como algunos otros de liberalización más incipiente, como el de transporte ferroviario. En los mercados financieros, se ha adoptado un conjunto de medidas que contribuirán, sin duda, a ampliar la competencia en los mercados financieros y a reducir los costes de intermediación; en este contexto, algunas de las acciones emprendidas vienen a trasponer una serie de directivas comunitarias —flexibilización de las condiciones de emisión en el mercado primario y modificación de acuerdos sobre la constitución de garantías—. En esta misma dirección se ha introducido una mejora de los estímulos a la inversión en capital riesgo y se han reducido las tasas en los mercados de capitales. El efecto de este conjunto de medidas sectoriales de impulso a la competencia se puede ver reforzado por los cambios que se van a introducir en el funcionamiento de los órganos de defensa de la competencia.

El fomento de la competencia resulta crucial para incentivar la introducción continuada de nuevas tecnologías que sirvan de base para el incremento de la productividad. En ello desempeña un papel muy relevante el sector de la distribución comercial —en el que se han producido, sin embargo, retrocesos en la regulación de los horarios comerciales—. Pero, sobre todo, el mercado de trabajo debe proporcionar la flexibilidad suficiente para que las empresas puedan organizar de forma eficiente el uso de los factores de producción. Las actuaciones en esta área resultan fundamentales para incentivar la incorporación de nuevas tecnologías y para que la mejora de la productividad también contribuya a la creación de empleo. El impulso de la productividad requiere, además, actuaciones específicamente orientadas a mejorar el capital tecnológico y humano, en la línea de los objetivos de la Agenda de Lisboa.

En el ámbito de la vivienda, se han dado pasos orientados a aliviar el problema del encarecimiento de la vivienda, mediante actuaciones sobre la oferta de suelo, de vivienda protegida o de vivienda en alquiler. La mayoría de ellas, sin embargo, están todavía en fases preliminares de implementación. Entre las que se han puesto en marcha, las actuaciones sobre el mercado de alquileres se basan excesivamente en el recurso a la financiación subvencionada, y no abordan de forma suficiente aspectos relevantes para asegurar el funcionamiento de este mercado, como podría ser la revisión de la Ley de arrendamientos urbanos, o lo hacen de forma indirecta, a través, por ejemplo, de la cobertura de la suscripción de un seguro contra impago.

Los objetivos y prioridades del Plan de dinamización de la economía y de impulso de la productividad establecen una orientación adecuada para que la política económica aborde los retos que tiene planteados la economía española. Es necesario, sin embargo, una concreción y profundización de los compromisos adquiridos y abordar, simultáneamente, otras reformas de mayor calado, que afecten a áreas tan importantes como el mercado de trabajo, el suelo y las pensiones. El avance de un impulso reformador debe seguir siendo, por tanto, la guía principal de la política económica.

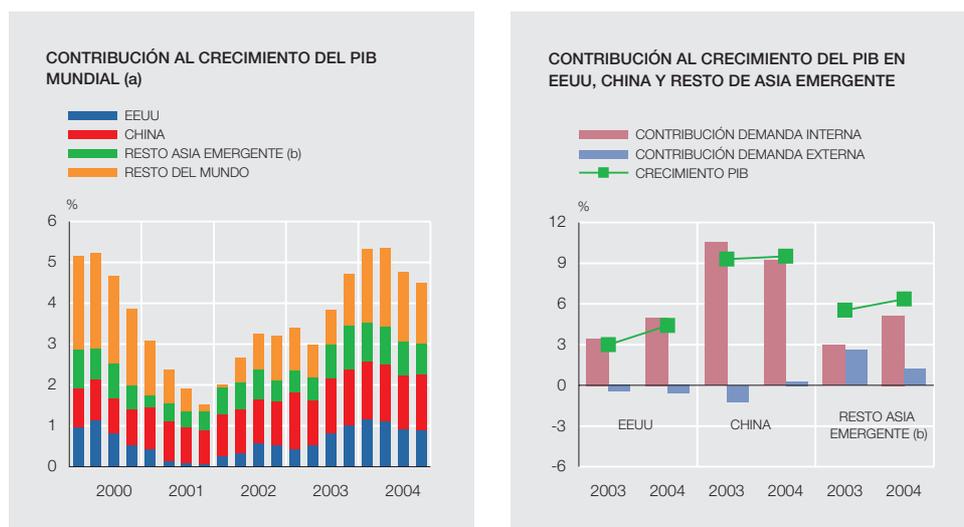
## 2 EL ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

### **1 Crecimiento vigoroso, estabilidad financiera y desequilibrios globales**

Uno de los rasgos más destacables de la evolución económica internacional en el año 2004 fue la coincidencia inusual de un auge notable de la actividad económica, una contención de las presiones inflacionistas y un buen comportamiento de los mercados financieros, conjunción especialmente destacable en un contexto caracterizado por el acusado encarecimiento del precio del petróleo. Esta aparente paradoja podría quizá explicarse por una serie de factores, que se desarrollan a lo largo de este capítulo, cuyo impacto simultáneo sobre la economía mundial permitió que esta encajara la subida del precio de la energía sin apenas apartarse de la senda de recuperación que se había iniciado en los dos años anteriores.

El crecimiento de la economía mundial en 2004 —que superó el 5%— fue el mayor desde 1976 y vino acompañado por un notable dinamismo del comercio internacional, que creció cerca del 10%. La expansión, que fue mayor de lo inicialmente previsto, pero que tendió a moderarse hacia tasas más sostenibles en la segunda mitad del año, se vio apoyada por las menores tensiones geopolíticas, por la continuada laxitud de las políticas fiscales en la mayor parte de los países industrializados y por el mantenimiento de unas políticas monetarias todavía expansivas, a pesar de los incrementos de los tipos de interés oficiales en las economías en una posición cíclica más avanzada. Este panorama se vio empañado, no obstante, por la ampliación de los desequilibrios exteriores entre las principales áreas, imputable a la persistencia de profundas diferencias en los ritmos de crecimiento de la demanda, en las tasas de ahorro y en las políticas cambiarias. Al mismo tiempo, se observó en no pocos casos un incremento sostenido del endeudamiento privado y un aumento del precio de los activos inmobiliarios hasta alcanzar valores muy elevados y, en ocasiones, difíciles de justificar de acuerdo con los fundamentos económicos.

Durante el pasado año, la expansión económica abarcó mayor número de países y áreas que en 2003, aunque Estados Unidos y China continuaron siendo los principales motores de la economía mundial, a cuyo crecimiento contribuyeron en 0,9 y 1,2 puntos porcentuales, respectivamente. Este empuje de la economía china subraya su importancia creciente como uno de los principales actores en la escena internacional, que se ha reflejado en 2004 en su papel como competidor en los mercados de exportación, como demandante de petróleo y otras materias primas, como receptor de flujos de capitales privados y como financiador de los déficits público y exterior norteamericanos. La aceleración del crecimiento también se extendió al resto de los países emergentes de Asia —que aportaron en su conjunto otros 0,7 puntos porcentuales al crecimiento mundial en 2004—, a América Latina, a los países de Europa central y del este, a Rusia y, en menor medida, a Japón. En las economías con ritmos de actividad más vigorosos se incrementó, en general, la contribución de la demanda interna en comparación con el año anterior, mientras que la aportación de la demanda externa fue más negativa en Estados Unidos y menos positiva en los países emergentes de Asia. El comportamiento de China constituyó una notable excepción en este sentido, ya que se redujo la aportación de la demanda interna y aumentó la de la demanda externa, que pasó a ser ligeramente positiva en 2004 (véase gráfico 2.1), lo que resulta quizá algo paradójico en una economía que lleva años creciendo a tasas muy elevadas, y parece confirmar su extraordinaria competitividad. En el análisis de los componentes de la demanda cabe destacar también, como característica de la mayoría de las áreas, una mayor contribución de la inversión, en comparación con el año 2003, mientras que el consumo mantuvo, en general, su aportación al crecimiento.



FUENTES: Estadísticas nacionales y FMI.

a. Contribución, en puntos porcentuales, a la variación interanual del PIB mundial, calculado a partir de datos obtenidos de 56 países, que representan el 91% del PIB mundial.

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

La pujanza de la economía mundial impulsó la demanda de energía, lo que contribuyó a que el petróleo alcanzase cotizaciones máximas históricas en términos nominales, aunque en términos reales se mantuvo todavía por debajo de los precios de inicios de la década de los ochenta. A diferencia de ocasiones anteriores, sin embargo, este aumento del petróleo se reflejó casi en su totalidad en los contratos de futuros a largo plazo, lo que apuntaría a unas mayores expectativas de permanencia de los precios en niveles elevados (véase recuadro 2.1). El dinamismo de la economía mundial también se reflejó en los precios de los metales industriales, que aumentaron un 20% respecto a sus ya elevados niveles de 2003. En cambio, los precios de los productos agrícolas, que se habían elevado significativamente el año anterior, experimentaron una fuerte corrección a la baja en el segundo trimestre de 2004, tras la cual se mantuvieron relativamente estables (véase gráfico 2.2).

Como ya se ha señalado, un rasgo destacable de los resultados económicos de 2004 fue la contención de la inflación, a pesar del dinamismo de la actividad y el fuerte aumento del precio del petróleo. A este resultado contribuyó la favorable evolución de los costes laborales en la mayoría de los países, especialmente los más desarrollados, así como la creciente penetración en los mercados internacionales de los productos provenientes de los países emergentes de Asia y Europa del este. La contención de la inflación se explica también por la credibilidad antiinflacionista adquirida por las políticas monetarias —que contribuyó a anclar las expectativas de precios y a evitar los llamados «efectos de segunda ronda» del alza del petróleo, a través de mayores presiones salariales—, así como por el endurecimiento del tono de la política monetaria en la mayor parte de las economías con una posición cíclica más avanzada. A pesar de este comportamiento globalmente favorable, se observaron ciertos repuntes de los índices generales de precios en algunas economías emergentes, singularmente en América Latina.

En los mercados de cambios continuó la tónica de debilidad del dólar frente al euro, lo que se tradujo en una pérdida del 5%, entre diciembre de 2003 y abril de 2005, que sitúa la depreciación acumulada de la moneda norteamericana en un 33% desde que se inició su tendencia bajista, en febrero de 2002. El dólar también se debilitó frente a otras divisas de

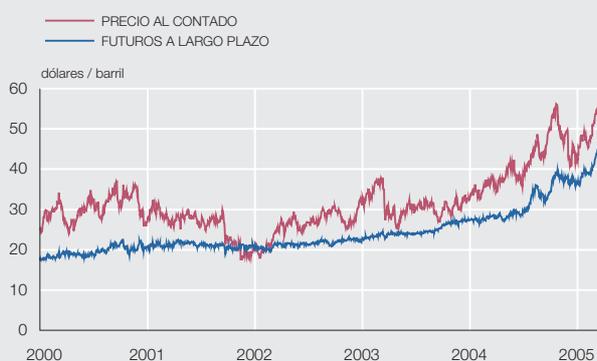
La evolución del precio del petróleo ha ocupado un lugar destacado en las discusiones sobre las perspectivas económicas internacionales, a raíz del significativo aumento experimentado desde inicios del año 2002 hasta mediados de marzo de 2005 (160% en dólares y 25% en euros), que ha situado su cotización en dólares en máximos históricos, en términos nominales, en octubre de 2004 y nuevamente a inicios del año 2005 (véase gráfico 1). Aunque significativos, tanto el incremento como el nivel del precio del crudo en términos reales aún son menores que en episodios de subida anteriores, especialmente los de la década de los setenta. De hecho, su precio en términos reales alcanzó a inicios de 2005 un 60% del nivel de inicios de la década de los ochenta. Asimismo, el impacto directo del aumento del precio del petróleo sobre la balanza comercial de los países desarrollados en 2004 representó, según el FMI, tan solo un 0,3% de su PIB, frente al 3,7% en el período 1978-1980. En este recuadro se analizan las causas del aumento reciente del precio del petróleo, se valoran las perspectivas a medio plazo y el posible impacto de un escenario de subida adicional.

La principal causa del aumento del precio del petróleo desde el año 2002 ha sido el fuerte incremento de la demanda de crudo —especialmente la procedente de China, el resto de Asia emergente y los

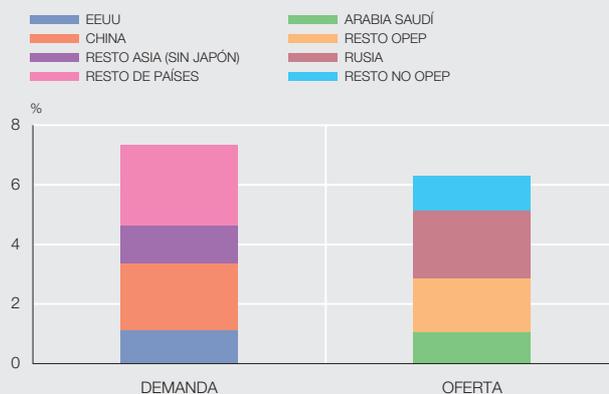
EEUU—, a ritmos superiores a los de la capacidad de producción y refino (véanse gráficos 2 y 3). Una parte importante del aumento de la demanda puede considerarse no anticipada, a juzgar por las continuas revisiones en las previsiones de la Agencia Internacional de la Energía, el principal organismo de seguimiento y análisis del mercado. Por el lado de la oferta, el escaso aumento de la capacidad de producción y de refino de crudo son un reflejo de las limitadas inversiones en el sector durante la década de los noventa, a raíz de la experiencia de sobreinversión en la década de los setenta y el posterior colapso de los precios en 1986, agudizadas en el sector de refino por importantes restricciones medioambientales. Esta disminución de la capacidad adicional de producción y refino ha contribuido a un incremento de la volatilidad del precio del petróleo, en un contexto de alta inestabilidad geopolítica y social en las principales áreas exportadoras de crudo.

Una de las diferencias principales entre esta última fase de aumento de precios y episodios anteriores (en 1989-1990 y en 1999-2000) ha sido la evolución de los contratos de futuros a largo plazo, a los que se ha trasladado un 90% del incremento del precio al contado desde inicios de 2004, mientras que tradicionalmente esa traslación era mucho menor. Esto apuntaría a un significativo componente permanente del reciente incremento de precios, pues las cotizaciones de

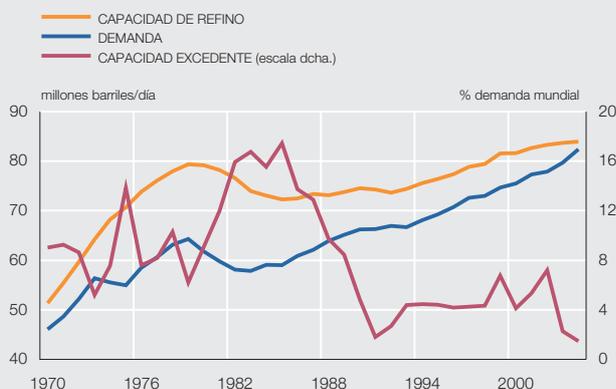
**1. PETRÓLEO WEST TEXAS INTERMEDIATE, PRECIO SPOT Y FUTUROS A LARGO PLAZO (a)**



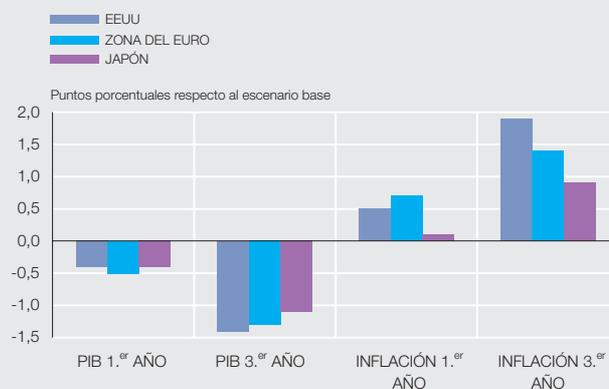
**2. CONTRIBUCIONES AL INCREMENTO ACUMULADO DE LA DEMANDA Y DE LA OFERTA DE PETRÓLEO ENTRE 2001 Y 2004**



**3. EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA, CAPACIDAD DE REFINO Y CAPACIDAD EXCEDENTE DE PRODUCCIÓN**



**4. EFECTOS ACUMULADOS DE UN AUMENTO PERMANENTE DEL 50% EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO (UTILIZANDO EL MODELO NIGEM)**



FUENTES: Bloomberg, British Petroleum, Agencia Internacional de la Energía y Ruiz (2004).

a. Entrega entre seis y siete años.

los contratos a futuro son los mejores indicadores de la evolución futura de los precios al contado. La perspectiva de un aumento relativamente permanente de la cotización del crudo se ve reforzada, además, por las tendencias crecientes de los costes de exploración y explotación, debido a la dificultad de acceso a los nuevos yacimientos, las presiones medioambientales y las cargas impositivas sobre la producción, no contrarrestadas suficientemente por las innovaciones tecnológicas en el sector.

Aunque un aumento del precio del petróleo tiende a reflejarse en un menor crecimiento y una mayor inflación en la economía mundial, el tamaño del impacto se ha reducido respecto a los años setenta y ochenta. Aunque es cierto que el aumento de precio en términos reales ha sido menor que entonces, existen varias razones por las cuales el impacto macroeconómico de un aumento dado sería ahora inferior: *i)* una menor intensidad energética de la producción, especialmente en los países desarrollados; *ii)* una mayor sofisticación de los mercados de derivados financieros, que permitiría una mejor diversificación de riesgos frente a un aumento de precio del crudo; *iii)* una mayor credibilidad de las políticas monetarias, con un mejor anclaje de las expectativas de inflación; *iv)* una mayor flexibilidad de los mercados laborales, que disminuiría los efectos de segunda ronda sobre la inflación; y *v)* un mayor reciclaje de los ingresos adicionales en los países exportadores de petróleo a través de mayores importaciones de otras áreas geográficas, frente al mayor ahorro exterior de dichos países en episodios anteriores. Por último, el hecho de que el aumento del precio del crudo se haya producido en un contexto de elevado dinamismo de la economía mundial ha atenuado posiblemente su impacto sobre el crecimiento.

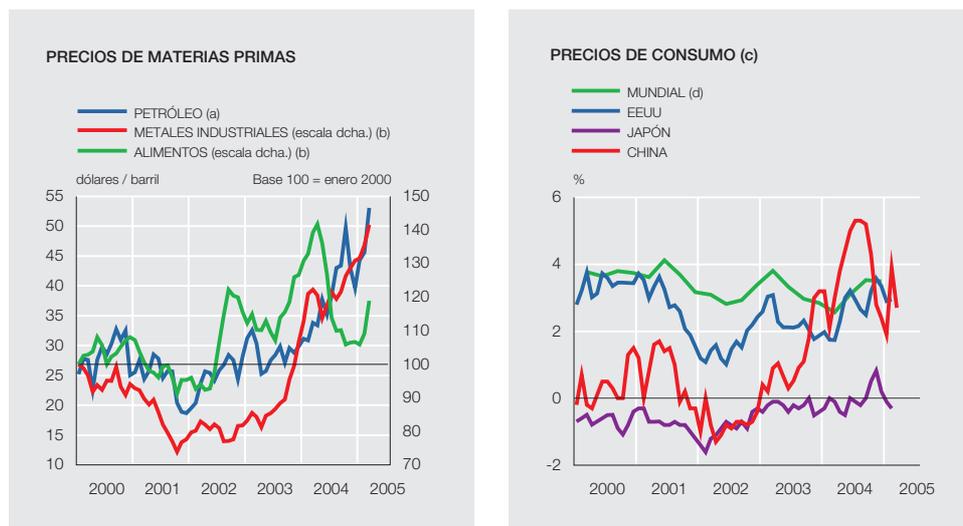
Mientras que el impacto global de un aumento del precio del petróleo sería menor que en la década de los setenta y ochenta, su impacto

en las diversas áreas viene condicionado por una serie de factores: *i)* la intensidad energética de cada zona; *ii)* la diferente carga impositiva sobre los productos energéticos, que amortigua en mayor o menor medida el efecto del aumento del crudo sobre los productos refinados; *iii)* el grado de integración comercial con países importadores o exportadores de petróleo, que magnifica o reduce, respectivamente, los efectos directos sobre la producción para el mercado interno; *iv)* el diferente grado de flexibilidad de los mercados laborales; *v)* la distinta posición de las economías en términos de brecha de producción; y *vi)* la evolución del tipo de cambio frente al dólar, moneda base para la cotización internacional del crudo.

El gráfico 4 muestra simulaciones del efecto de un aumento permanente del 50% en el precio del petróleo<sup>1</sup> desde el nivel de marzo de 2005, teniendo en cuenta la posible respuesta de la política monetaria en cada área. A pesar de que este aumento situaría el precio del crudo, en términos reales, a niveles similares al máximo histórico alcanzado en 1980, su efecto sería relativamente reducido en comparación con la magnitud de la perturbación considerada. Por áreas, el efecto acumulado sobre el PIB al cabo de tres años sería más pronunciado en EEUU, por su mayor intensidad energética, en comparación con la zona del euro y Japón. El efecto sobre la inflación en EEUU sería también mayor, entre otras cosas, por su menor carga impositiva sobre los productos derivados del crudo, que incrementa los efectos directos sobre el IPC. Sin embargo, es necesario considerar estos resultados con cautela, tanto por las grandes incertidumbres asociadas a ejercicios de esta naturaleza, como por las dificultades para que este tipo de modelos incorpore el efecto de la posición cíclica de las economías.

1. Simulaciones llevadas a cabo utilizando el modelo NIGEM. Véase J. Ruiz (2004), «Una valoración de la evolución reciente del precio del petróleo», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre.

los principales países desarrollados en 2004 y los primeros meses de 2005 (un 8% frente a la libra esterlina y un 6% frente al dólar canadiense), mientras que frente al yen se mantuvo relativamente estable en la mayor parte de 2004, se depreció en el cuarto trimestre y recuperó el terreno perdido en el primero de 2005. La depreciación efectiva del dólar fue, sin embargo, de solo un 4% en términos nominales entre diciembre de 2003 y abril de 2005, y del 2% en términos reales, evolución explicable por su estabilidad frente a muchas de las monedas de las principales economías asiáticas (véase gráfico 2.3). La política cambiaria que vienen practicando la mayor parte de estos países desde hace años, orientada a mantener la cotización de sus monedas frente al dólar para salvaguardar sus favorables niveles de competitividad, ha inducido un fuerte aumento de reservas exteriores en Asia, que se vio también favorecido por los superávits por cuenta corriente y, en algún caso, por las fuertes entradas de capital experimentadas en la zona. También registraron notables aumentos de reservas los países exportadores de petróleo y, en menor medida, Latinoamérica (véase gráfico 2.3). De hecho, la mayor parte de las economías emergentes siguió una política activa de acumulación de reservas, en algunos casos para evitar una apreciación de sus monedas frente al dólar y, en otros, para protegerse frente a posibles reversiones futuras en los flujos de capital.



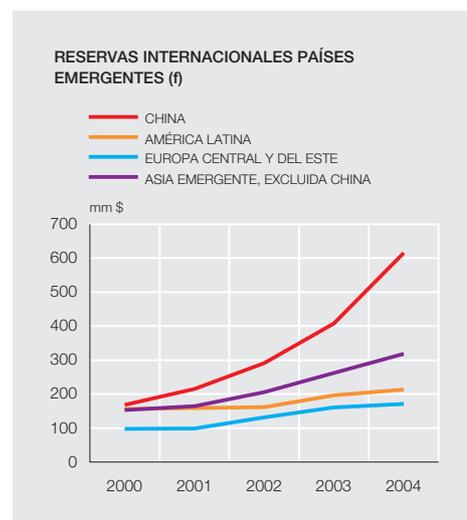
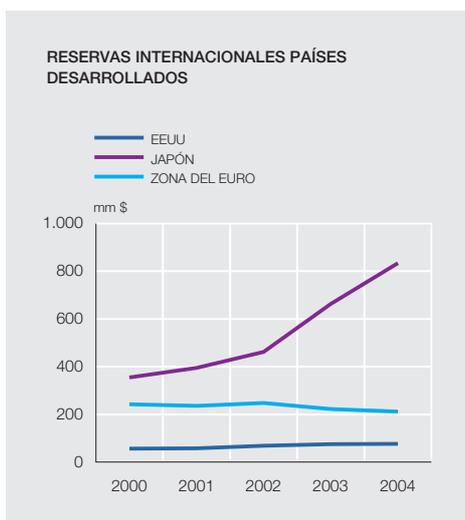
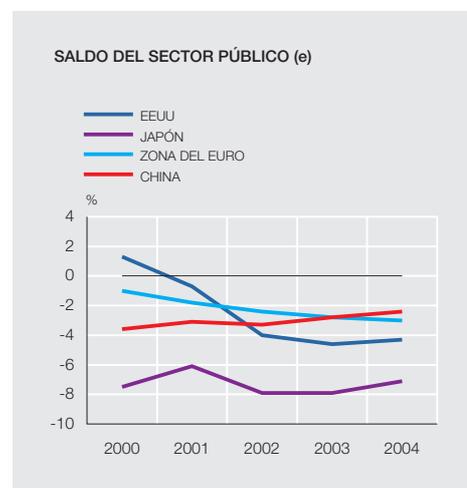
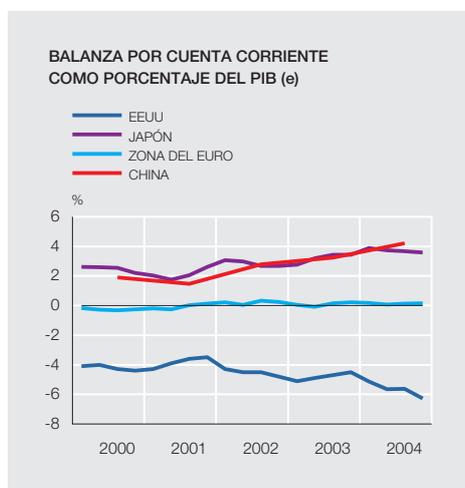
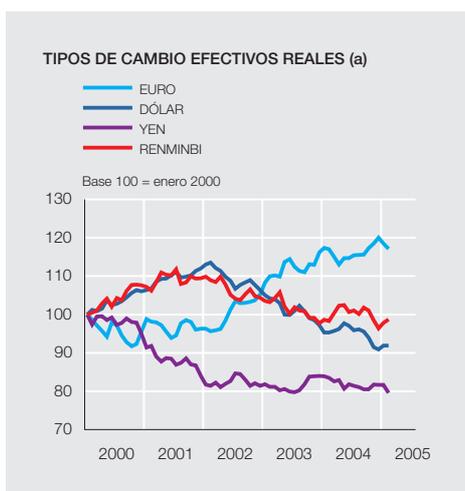
FUENTES: Estadísticas nacionales, Banco de España y Goldman Sachs.

- a. Crudo Brent.
- b. Índices de Goldman Sachs.
- c. Tasas de variación interanual.
- d. Agregado calculado a partir de datos de 56 países, que representan el 91% del PIB mundial.

La ligera depreciación del dólar en términos efectivos no ha impedido que los desequilibrios globales hayan continuado incrementándose respecto al año 2003, lo que se ha traducido en una ampliación tanto de los déficits como de los superávits de los países que partían de posiciones exteriores más desajustadas (véase gráfico 2.3). En particular, siguió aumentando el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, hasta situarse en el 5,7% del PIB en 2004, que es equivalente al 1,6% del PIB mundial y a más del 70% de la suma de los saldos por cuenta corriente deficitarios en el mundo. La contrapartida de este mayor déficit fue, sobre todo, el mayor superávit externo de Japón, China y los principales países exportadores de petróleo. A los abultados desequilibrios exteriores contribuyeron varios factores: el diferencial positivo entre las tasas de crecimiento de EEUU y las de la zona del euro y Japón; el desequilibrio fiscal de EEUU, que contribuyó, junto con el bajo nivel de ahorro del sector privado, al mantenimiento de unas reducidas tasas de ahorro interno; la relativa inmovilidad de los tipos de cambio frente al dólar en las economías asiáticas, que son precisamente aquellas con las que Estados Unidos acumula crecientes déficits comerciales; y el aumento del valor de las importaciones de petróleo, como consecuencia de su encarecimiento.

Las políticas económicas mantuvieron un tono por lo general acomodante, a pesar de la favorable posición cíclica. La tendencia a corregir este carácter expansivo fue desigual: por el lado de las políticas fiscales, las grandes economías desarrolladas mantuvieron déficits elevados —incluso aquellas que, como Estados Unidos, mostraron un alto crecimiento—, mientras que las economías emergentes, en general, aprovecharon la buena coyuntura económica para progresar en su reducción (véase gráfico 2.3 y 2.8); por el lado de las políticas monetarias, en cambio, las elevaciones de los tipos de interés se produjeron más bien en las economías con una posición cíclica avanzada, aunque, en el caso de muchas economías emergentes, la adopción de políticas monetarias más estrictas ante el repunte de la inflación entró en conflicto con el objetivo de evitar una apreciación de sus tipos de cambio frente al dólar.

Un hecho importante fue el inicio, en junio del pasado año, del ciclo alcista de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, que supuso una retirada gradual del estímulo monetario del que



FUENTES: JP Morgan, estadísticas nacionales y FMI.

a. Elaborados con IPC. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.

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

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

d. Chequia, Hungría, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia.

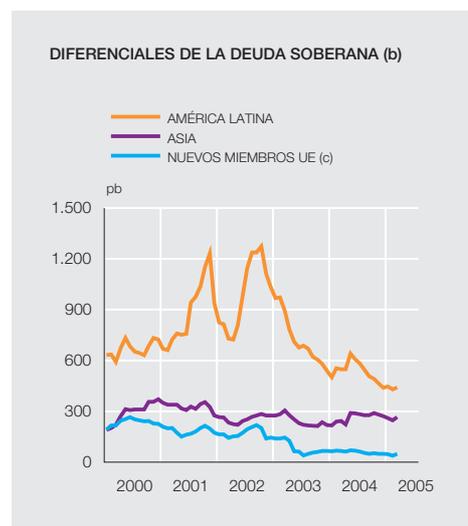
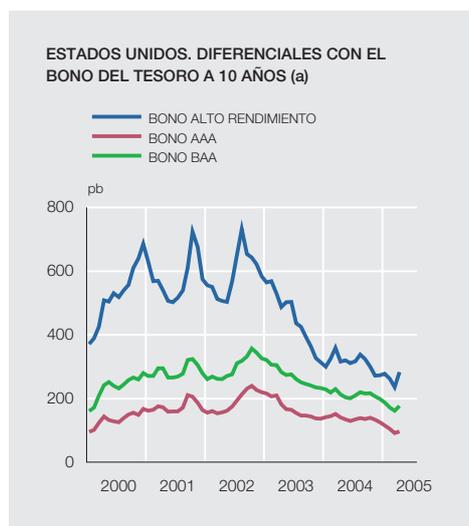
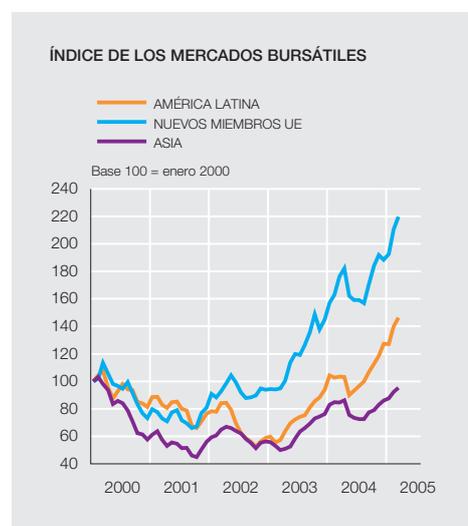
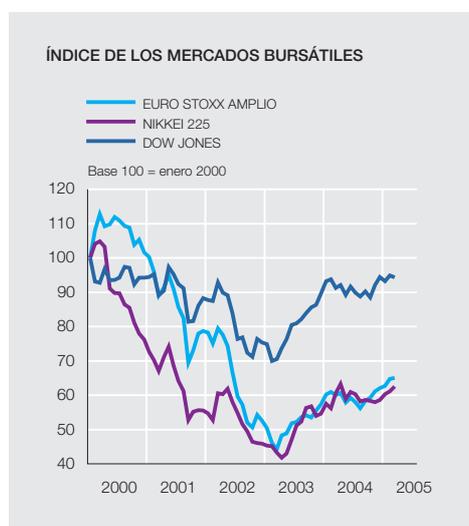
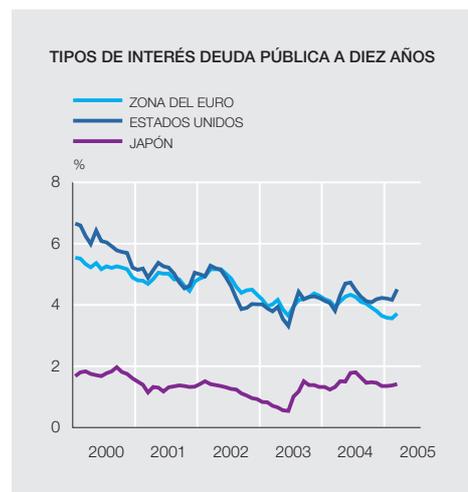
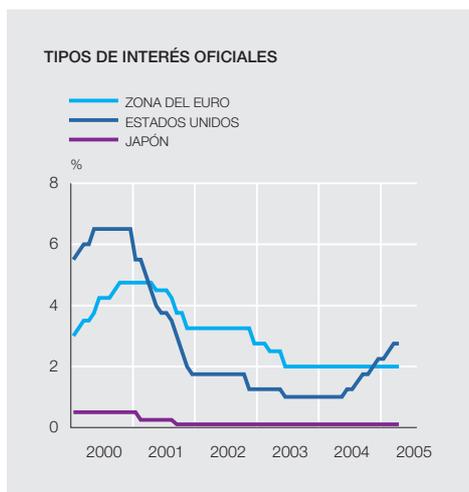
e. (+) superávit, (-) déficit.

f. Agregados de países según la definición del FMI (WEO).

se ha venido beneficiando la economía americana en los últimos años. De este modo, la Reserva Federal elevó su tipo de intervención, en conjunto, en 175 puntos básicos hasta abril de 2005 (véase gráfico 2.4). Otras áreas, como el Reino Unido, Canadá, Australia, y algunas economías de Asia y Latinoamérica, procedieron también a endurecer el tono de sus políticas monetarias durante el ejercicio. A pesar de estos incrementos, en la mayoría de estos países se estima que los tipos oficiales aún se encontrarían por debajo de los niveles considerados neutrales, en particular en Estados Unidos. Un rasgo destacable es que, contrariamente a lo que cabría esperar, el aumento de los tipos de interés oficiales norteamericanos no se trasladó a los tipos a largo plazo (véase gráfico 2.4). Esta moderación de las rentabilidades de los bonos del tesoro de Estados Unidos podría venir explicada, en cierta medida, por la demanda de los bancos centrales asiáticos en sus operaciones de colocación de reservas —que contribuyó, por tanto, a contener los costes de financiación del déficit público y del déficit exterior norteamericanos—, así como por las reducidas expectativas de inflación y la notable credibilidad de la política monetaria en Estados Unidos. No obstante, sí se observó, en los últimos meses del año, una significativa ampliación del diferencial entre los tipos de interés norteamericanos y los del área del euro, que hasta ese momento se había mantenido muy reducido, a pesar de las profundas diferencias en la evolución de las economías de ambas zonas.

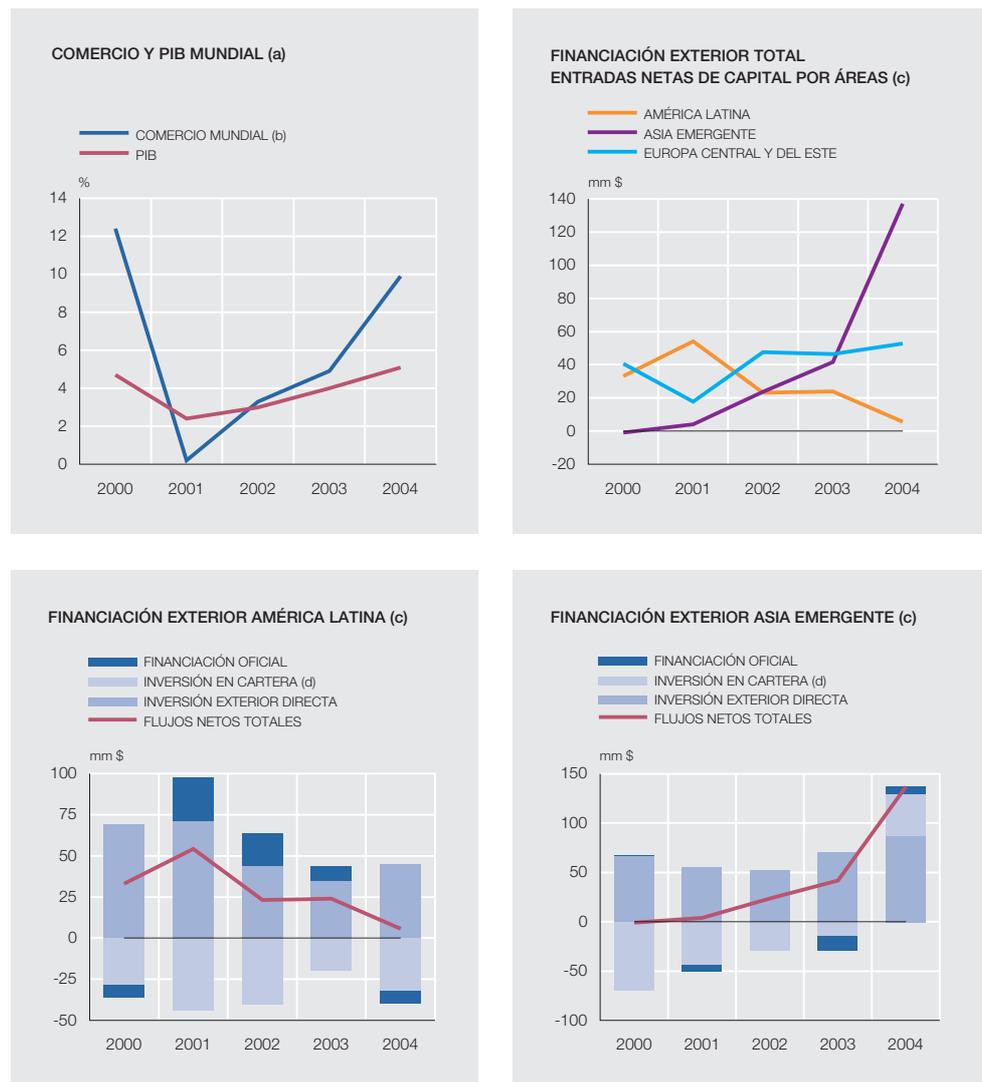
El todavía bajo nivel de las rentabilidades de los bonos no deja de resultar en cierta medida paradójico en un entorno de bonanza económica, déficits públicos elevados y aumentos sustanciales del precio del petróleo, y refleja la persistencia de unas condiciones financieras notablemente laxas en la mayoría de los países. En este contexto de amplia liquidez, las bolsas evolucionaron muy positivamente en 2004, con ganancias en la mayoría de las plazas mundiales, y continuaron las reducciones de las primas de riesgo en los mercados de bonos corporativos y en los diferenciales soberanos de las economías emergentes, que en algunos países se situaron a fines de año en niveles mínimos desde que se elaboran estos indicadores (véase gráfico 2.4). Además de la holgada liquidez, a estas favorables condiciones financieras contribuyeron también la fuerte reducción del endeudamiento empresarial, así como el elevado crecimiento y los superávits exteriores acumulados en muchas economías emergentes. Sin embargo, la tendencia hacia unas condiciones financieras más favorables se revirtió ligeramente al final del primer trimestre de 2005, pues se produjo un repunte en los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, que vino acompañado de correcciones en los principales mercados bursátiles y aumentos en los diferenciales de los bonos corporativos y de los bonos soberanos en los países emergentes.

En línea con esta situación de bonanza en los mercados financieros internacionales, los flujos de capitales privados hacia las economías emergentes se incrementaron en más de un 30% respecto al año 2003, lo que supone el valor más elevado desde 1997. Por zonas, Asia fue con gran diferencia la principal receptora de estos flujos, con dos tercios del total, seguida por Europa central y del este; por el contrario, las entradas de capitales privados se redujeron en un 15% en Latinoamérica. No obstante, en lo que se refiere a la inversión exterior directa (IED), cabe destacar que aumentó en las tres grandes áreas emergentes, revirtiendo en el caso de Europa central y del este y Latinoamérica la desaceleración experimentada en el ejercicio precedente. Por su parte, los flujos de cartera y los préstamos bancarios fueron positivos en Asia y Europa central y del este, pero muy negativos en Latinoamérica, lo que contrarrestó la evolución positiva de la IED (véase gráfico 2.5). Además, en Latinoamérica los flujos de financiación oficial pasaron a ser negativos una vez superadas las recientes crisis, en contraste con la elevada financiación recibida de las instituciones financieras internacionales en los tres años precedentes. La evolución de la IED hacia los países emergentes compensó la desaceleración —por cuarto año consecutivo— de la dirigida hacia los países industrializados, lo que permitió que la IED total aumentase en 2004 por primera vez desde el año 2001, aunque solo un 6%.



FUENTES: Banco de España y Bloomberg.

- a. Bono industrial BAA y AAA de Moodys y bono de alto rendimiento con calificación B2 de Standard and Poor's.
- b. EMBI + para América Latina y EMBI Global para Asia y Europa central y oriental.
- c. Hungría y Polonia.



FUENTE: FMI.

- a. Tasa de variación interanual.
- b. Volumen total de exportaciones e importaciones.
- c. Agregados de países según la definición del FMI (WEO).
- d. Incluye los préstamos bancarios.

El comercio mundial registró en 2004 una notable expansión, con un ritmo de avance cercano al 10%, que superó su tendencia de los últimos treinta años, situada en torno al 7% (véase gráfico 2.5). Esta recuperación se vio favorecida por el fuerte crecimiento económico de zonas con un elevado impacto sobre el comercio mundial por su tamaño, como Estados Unidos y China, o por su elevado grado de apertura, como en el caso del resto de Asia emergente. Por otro lado, los avances en los procesos de liberalización del comercio resultaron relativamente limitados. Por lo que se refiere a la ronda de Doha, solo se consiguió alcanzar un acuerdo básico en julio sobre «marcos de negociación» en materias de agricultura y productos industriales, en cuya concreción se espera avanzar en la próxima conferencia ministerial de diciembre en Hong Kong. Por otro lado, tanto en Asia como en Latinoamérica continuó la tendencia a la regionalización de los acuerdos comerciales, aunque el grado de materialización de los que se han alcanzado ha sido escaso. Cabe destacar, por último, la reciente entrada en vigor, en enero de 2005, de la última fase del proceso de supresión gradual del Acuerdo Multifibras,

que había restringido en los últimos cincuenta años el comercio internacional en el sector textil, y cuyos efectos podrían dejarse sentir de forma bastante inmediata.

En relación con las perspectivas para el año en curso, el escenario más probable apunta a una continuidad del crecimiento, aunque a ritmos inferiores a los de 2004 y, por tanto, más sostenibles, en línea con la evolución observada en la segunda mitad del ejercicio en muchos países, en un marco de condiciones monetarias y financieras presumiblemente menos expansivas en el futuro. Este crecimiento continuaría, no obstante, siendo desigual: China y el resto de Asia emergente aumentarían su contribución al crecimiento mundial hasta cerca de la mitad en 2005, mientras que subsisten las dudas sobre la continuidad de la recuperación en Japón y el área del euro. El comercio mundial, por su parte, se desaceleraría ligeramente, en línea con la prevista ralentización del crecimiento. Se espera que las tasas de inflación se mantengan contenidas, a pesar del nuevo aumento experimentado por el precio del petróleo en el primer trimestre de 2005, gracias al probable retorno de los tipos de interés oficiales a niveles más cercanos a los neutrales y al buen comportamiento de las expectativas de inflación.

Sin embargo, son varios los riesgos ligados a este escenario central. Por un lado, resulta preocupante que las recientes revisiones del crecimiento hayan mejorado las perspectivas de los países o regiones más dinámicos y empeorado las de aquellos que se encuentran más rezagados en el ciclo, lo que apuntaría a un agravamiento de los desequilibrios globales. Por otro lado, un cambio brusco en el comportamiento de los inversores que financian el déficit exterior de Estados Unidos —por ejemplo, una menor adquisición de activos denominados en dólares por parte de los bancos centrales asiáticos o una recomposición de sus reservas internacionales hacia otras monedas— podría crear inestabilidad en los mercados de cambios e inducir aumentos súbitos y pronunciados en los tipos de interés a largo plazo, con posibles repercusiones sobre los diferenciales de riesgo corporativo y soberanos, así como sobre el precio de los activos financieros e inmobiliarios. Asimismo, existe el riesgo de que los tipos de interés a largo plazo aumenten bruscamente en caso de un empeoramiento significativo de las perspectivas de inflación en Estados Unidos. Por todo ello, un ajuste desordenado de los desequilibrios globales o la aparición de presiones inflacionistas entrañaría muy probablemente una reducción significativa del ritmo de crecimiento mundial, dado que una parte del auge económico reciente se ha sustentado en un entorno de amplia liquidez, condiciones financieras sumamente favorables y, en algunos países, incrementos significativos de la riqueza del sector privado. Otro riesgo importante, sobre todo a la luz de la evolución de los últimos meses, es que los precios del petróleo se vean nuevamente presionados al alza, toda vez que la escasa holgura en la capacidad de producción de los países exportadores hace que este mercado sea sumamente sensible a la aparición de tensiones geopolíticas o de incrementos no previstos en la demanda global de petróleo, que podrían tener un impacto desfavorable sobre el crecimiento y las expectativas de inflación a nivel internacional.

El principal reto que actualmente afronta la economía mundial es la consolidación de unos ritmos de crecimiento sostenidos, al tiempo que se corrige el tono excesivamente expansivo de las políticas fiscales y monetarias en los países más adelantados en el ciclo y se avanza en la resolución de los desequilibrios globales. En consecuencia, parece razonable que cada una de las principales áreas económicas mundiales oriente sus políticas a la resolución de sus principales problemas: en Estados Unidos, un aumento de su tasa de ahorro interno, en particular en su componente de ahorro público, contribuiría de manera esencial a detener el proceso de deterioro progresivo de sus cuentas exteriores; en Europa y Japón, las reformas estructurales pertinentes deben mejorar la flexibilidad de sus economías y potenciar su capa-

	2000	2001	2002	2003	2004	2004			
						I TR	II TR	III TR	IV TR
ESTADOS UNIDOS									
PIB (a)	3,7	0,8	1,9	3,0	4,4	5,0	4,8	4,0	3,9
Consumo privado (a)	4,7	2,5	3,1	3,3	3,8	4,2	3,6	3,6	3,8
Formación bruta de capital fijo privada (a)	5,7	-7,9	-2,4	4,4	13,2	12,8	16,8	11,7	11,6
Demanda externa (b)	-0,9	-0,2	-0,7	-0,4	-0,6	-0,8	-1,1	-0,1	-1,4
Saldo Administraciones Públicas (c)	1,3	-0,7	-4,0	-4,6	-4,3				
IPC (a)	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	1,8	2,9	2,7	3,3
Balanza cuenta corriente (c)	-4,2	-3,8	-4,5	-4,8	-5,7	-5,1	-5,7	-5,6	-6,3
Tasa de paro (d)	4,0	4,7	5,8	6,0	5,5	5,7	5,6	5,4	5,4
JAPÓN									
PIB (a)	2,4	0,2	-0,3	1,4	2,7	4,5	3,2	2,6	0,6
Consumo privado (a)	0,5	1,1	0,5	0,2	1,5	1,9	2,1	1,8	0,1
Formación bruta de capital fijo (a)	2,0	-1,4	-5,7	0,9	1,6	5,2	1,8	1,5	-2,0
Demanda externa (b)	0,4	-0,6	0,6	0,6	0,8	1,2	1,1	0,8	0,3
Saldo Administraciones Públicas (c)	-7,5	-6,1	-7,9	-7,9	-7,1				
IPC (a)	-0,7	-0,7	-0,9	-0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,5
Balanza cuenta corriente (c)	2,5	2,1	2,8	3,2	3,7	3,5	3,6	3,6	3,7
Tasa de paro (d)	4,7	5,0	5,4	5,2	4,7	4,9	4,6	4,8	4,6
REINO UNIDO									
PIB (a)	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	3,0	3,6	3,1	2,9
Consumo privado (a)	4,4	3,1	3,2	2,3	3,3	3,6	3,4	3,4	3,0
Formación bruta de capital fijo (a)	3,6	2,6	2,7	2,3	5,6	4,6	6,6	6,8	4,5
Demanda externa (b)	-0,1	-0,7	-1,2	-0,4	-0,8	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8
Saldo Administraciones Públicas (c)	3,8	0,7	-1,7	-3,4	-3,2				
IPC (a)	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
Balanza cuenta corriente (c)	-2,5	-2,3	-1,7	-1,7	-2,2	-2,0	-1,9	-3,2	-1,7
Tasa de paro (d)	5,4	5,1	5,2	5,0	4,7	4,8	4,8	4,7	4,7

FUENTES: FMI y estadísticas nacionales.

a. Tasa interanual.

b. Contribución al aumento del PIB.

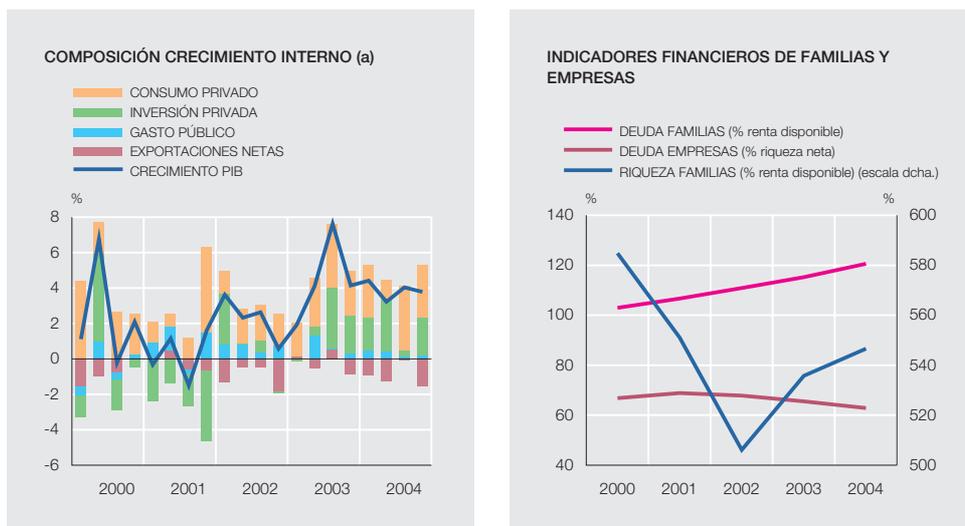
c. Porcentaje del PIB. En el caso del Reino Unido, el saldo de las AAPP incorpora los criterios de Maastricht.

d. Porcentaje de la población activa. Media de cada período.

cidad de crecimiento; y, en los países emergentes de Asia, una mayor flexibilidad de sus tipos de cambio ayudaría a la contención de las presiones de la demanda interna y a detener un proceso de acumulación de reservas exteriores que amenaza con generar tensiones inflacionistas. Estas políticas no solo son las que más convienen a los intereses propios de cada una de estas áreas, sino que también conducirían a una corrección más armoniosa de los desequilibrios globales, a través de un reparto más equilibrado del crecimiento entre las diversas zonas. Todo ello evitaría, además, que se materializase el riesgo de una depreciación brusca y desordenada del dólar, que no es desdeñable en un escenario en el que los mercados financieros internacionales percibieran que no existe voluntad de adoptar las políticas económicas adecuadas en cada área.

## 2 Estados Unidos: se consolida la recuperación

Durante el pasado año, la economía norteamericana continuó creciendo a un ritmo superior a su potencial de largo plazo, gracias en parte al notable avance de la inversión, lo que se tradujo en un aumento del PIB del 4,4%, la tasa más elevada desde 1999 (véase cuadro 2.1). Aun cuando surgieron algunas dudas sobre la continuidad del vigor de la economía a raíz de la fuerte desaceleración que tuvo lugar durante el segundo trimestre, estas se disiparon en la segunda mitad del año, favorecidas por el fuerte repunte del consumo.



FUENTES: Estadísticas nacionales y Reserva Federal.

a. Aportaciones al crecimiento trimestral anualizado del PIB.

En el conjunto del ejercicio, el crecimiento vino impulsado sobre todo por la demanda interna, que aportó 5 puntos porcentuales, mientras que el sector exterior restó 0,6 puntos, ambas cifras superiores a las del año anterior. Por el lado de la demanda interna, cabe destacar el notable aumento de la aportación de la inversión y, en menor medida, del consumo, que contribuyeron en 2 y 2,7 puntos porcentuales al crecimiento del PIB (véase gráfico 2.6). El efecto continuado de unas políticas macroeconómicas expansivas, la mayor riqueza de las familias, como resultado del aumento del valor de sus activos financieros e inmobiliarios, y la creación de empleo permitieron un mayor avance del consumo que en 2003 (3,8%, frente a 3,3%). Sin embargo, el comportamiento más notable fue el de la inversión fija, que aceleró su ritmo de expansión del 5,1% en 2003 al 10,3% en 2004, debido fundamentalmente a la inversión en equipo y *software*. Esta mejora de la inversión, que confirmó la solidez de la recuperación, estuvo apoyada por las holgadas condiciones financieras, reflejadas en bajos tipos de interés a largo plazo y moderadas primas de riesgo en los bonos corporativos, así como por la consecución de elevados beneficios empresariales, a pesar del aumento del coste de los productos intermedios, especialmente la energía.

Tras varios años de atonía en el mercado de trabajo, el aumento del producto empezó a reflejarse al fin en el empleo, con la creación de algo más de dos millones de puestos de trabajo en el conjunto del año; pese a ello, el empleo apenas recuperó los niveles de finales de 2000 y continúa evolucionando sensiblemente por debajo de otras fases expansivas similares en ciclos anteriores. Este moderado aumento del empleo, en un entorno de fuerte expansión de la producción, se tradujo en un avance adicional de la productividad del trabajo, que aumentó un 4% en 2004, solo ligeramente por debajo del ritmo de los dos años anteriores, aunque tendió a experimentar una desaceleración a finales del ejercicio (véase recuadro 2.2).

La inflación subió moderadamente durante 2004 y se alcanzó un ritmo de incremento interanual del IPC del 3,5% en abril de 2005, más de un punto porcentual por encima del registro de diciembre de 2003 (véase gráfico 2.2). La inflación subyacente —excluyendo alimentos y energía— se incrementó también, hasta alcanzar un 2,2% interanual en abril de 2005, frente al 1,1% al cierre de 2003. Ni el alza del precio del petróleo ni la depreciación del dólar parecen haberse reflejado en un aumento significativo de la inflación, posiblemente gracias a la credi-

Desde principios de los años setenta hasta mediados de los años noventa, la productividad por hora en el sector empresarial no agrícola de EEUU mantuvo un crecimiento medio escasamente superior al 1,5% anual (de un 1,3% si hablamos de productividad por persona), una cifra muy baja en comparación con la experiencia histórica de EEUU y de otras economías desarrolladas. Entre los años 1996 y 2001, sin embargo, el crecimiento de la productividad por hora repuntó hasta un promedio del 2,5% anual (2,1% por persona), lo que contribuyó a que se empezase a hablar de la existencia de una «nueva economía» en EEUU. Desde entonces, la productividad ha seguido acelerándose hasta superar el 4% anual en cada uno de los últimos tres años (tanto la productividad por hora como por persona), y ello pese a una serie de acontecimientos adversos, como el pinchazo de la burbuja tecnológica y la recesión de 2001, las tensiones geopolíticas tras el 11 de septiembre, los escándalos empresariales y, más recientemente, el fuerte aumento de los costes energéticos.

Ante esta evolución tan favorable de la productividad en los últimos tiempos (véase gráfico adjunto), la pregunta clave es si se trata de un cambio estructural que vaya a perdurar en los próximos años o si es un fenómeno temporal. De hecho, la productividad suele fluctuar con el ciclo económico, de manera que las estimaciones basadas en medias de varios años son sensibles a la definición de cada período y a la intensidad del efecto cíclico en cada momento. Así, en los inicios de una recesión, las empresas suelen mantener a sus trabajadores aunque produzcan menos, lo que implica una caída de la productividad; por el contrario, cuando empieza la recuperación, las empresas tardan en contratar a más trabajadores y utilizan más intensivamente aquellos de los que disponen, de manera que la productividad aumenta por encima de su tendencia a largo plazo. Finalmente, cuando la expansión de la actividad se confirma, las empresas contratan más trabajadores y el incremento de la productividad se vuelve a reducir a tasas más normales. En el caso de la economía norteamericana, el aumento en la tendencia de crecimiento de la productividad en los últimos años parece avalado por una serie de estudios recientes<sup>1</sup>, en los que se tiene en cuenta los posibles efectos cíclicos y que conclu-

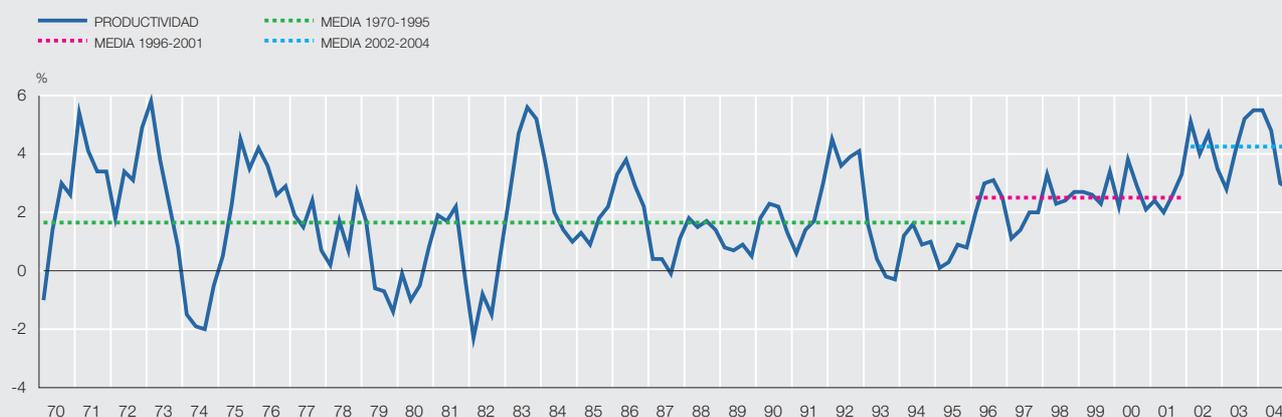
yen que la tendencia de crecimiento de la productividad ha pasado del 1,5% anual en el período 1972-1995 al 2,5% en el período 1996-2003.

La explicación más usual de esta aceleración de la productividad es, sin duda, la aparición de una serie de importantes avances tecnológicos en las últimas dos décadas y el aumento paralelo de la inversión en nuevas tecnologías de la información y de las comunicaciones. Los estudios disponibles sobre la descomposición del crecimiento de la productividad muestran que la mitad de la aceleración de la productividad se debe a un incremento del capital disponible por trabajador, y la otra mitad a un aumento del crecimiento de la productividad total de los factores. La mayor parte del aumento en el capital disponible por trabajador se ha producido en el sector productor de nuevas tecnologías, pero también se ha observado un repunte de la inversión en otros sectores. En cuanto a la aceleración de la productividad total de los factores, sin embargo, la mayor parte se ha producido en los sectores no productores de nuevas tecnologías, especialmente en aquellos que usan intensivamente dichas tecnologías (véase cuadro adjunto). Esta descomposición pone de manifiesto, por un lado, el importante papel que ha jugado el sector de las nuevas tecnologías en la aceleración de la productividad, pese a representar tan solo un 5% del PIB, y, por otro, su extensión a aquellos sectores —como el de la distribución— que usan las nuevas tecnologías de forma más intensiva, al permitir a las empresas mejorar sus métodos organizativos, reducir sus costes y aumentar tanto su producción como la calidad de la misma.

Aunque es difícil hacer predicciones sobre el crecimiento futuro de la productividad, la mayor parte de los estudios coinciden en señalar

1. Véase, por ejemplo, el trabajo de R. Gordon (2004), *Five puzzles in the behavior of productivity, investment and innovation*, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper 4414; y el de D. Jorgenson, M. Ho y K. Stiroh (2004), *Will the US productivity resurgence continue?*, Current Issues, Federal Reserve Bank of New York, diciembre.

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD EN EEUU  
Tasa de variación interanual



FUENTES: Bureau of Labor Statistics y Banco de España.

que esas variables crecerán a un ritmo similar al observado desde la década de los noventa, de forma que la productividad tendería a crecer en torno al 2%-2,5% anual. En cualquier caso, dado que en la aceleración reciente de la productividad confluyen factores estructurales y cíclicos, parece razonable pensar que su ritmo de avance se reducirá en los próximos años hacia tasas cercanas a esa tendencia del 2,5% de la última década, por debajo del 4% de los últimos años. En la actualidad, más de tres años después del fin de la recesión de 2001, la economía de EEUU parece haber entrado en una etapa de crecimiento más moderado de la productividad, pues, en la segunda mitad de 2004, este se redujo desde tasas superiores al 5% a principios de 2004 hasta el 2,8% en el cuarto trimestre del año.

Las consecuencias de esta desaceleración de la productividad sobre la actividad y los precios dependerán, en primera instancia, de cuál sea la intensidad de la reacción de la demanda agregada, y también de cuál sea la reacción de la política monetaria. En principio, el efecto

más importante de la desaceleración de la productividad es que no se podría mantener el actual ritmo de crecimiento del gasto privado, en consumo e inversión, ante las menores expectativas de renta futura, por lo que el crecimiento del PIB se reduciría. El efecto sobre la inflación sería más ambiguo, pues, por un lado, un menor crecimiento de la productividad daría lugar a unos mayores costes laborales unitarios, si las remuneraciones salariales no se moderan suficientemente, pero, por otro lado, el menor crecimiento de la demanda podría contribuir a contener las presiones inflacionistas. En el escenario actual, en el que no se prevé una desaceleración de la productividad muy brusca, se espera que el gasto en consumo e inversión mantenga un crecimiento relativamente robusto, lo que, unido a unos costes laborales unitarios mayores, daría lugar a un incremento gradual de las presiones inflacionistas. Esto es lo que parece estar ocurriendo recientemente, con aumentos de los costes laborales unitarios, tras más de dos años de caídas, y con una elevación gradual de la tasa de inflación subyacente. En cualquier caso, la respuesta de la Reserva Federal será clave para la evolución de los precios y el crecimiento.

## DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD

### Puntos porcentuales

	1959-2003	1959-1973	1973-1995	1995-2003	Diferencia 1995-2003 1973-1995
Producción	3,58	4,21	3,06	3,90	0,84
Horas	1,37	1,36	1,57	0,85	-0,73
Productividad	2,21	2,85	1,49	3,06	1,57
Capital por trabajador	1,21	1,41	0,89	1,75	0,86
Nuevas tecnologías	0,44	0,21	0,40	0,92	0,52
Otros sectores	0,78	1,19	0,49	0,83	0,34
Calidad del factor trabajo	0,26	0,33	0,26	0,17	-0,09
Productividad total de los factores	0,74	1,12	0,34	1,14	0,80
Nuevas tecnologías	0,25	0,09	0,24	0,53	0,28
Otros sectores	0,49	1,03	0,10	0,61	0,51

FUENTE: Jorgenson, Ho y Stiroh (2004).

bilidad antiinflacionista y la clara política de comunicación de la Reserva Federal, al limitado traslado de la depreciación del dólar a los precios de los productos finales y al fuerte crecimiento de la productividad, que se tradujo en una contención de los costes laborales unitarios. Sin embargo, los datos más recientes apuntarían a un agravamiento de los riesgos inflacionistas en 2005, en parte debido a una posible reversión de los dos últimos factores.

El inicio del esperado ciclo alcista de tipos de interés a mitad del año se tradujo en aumentos graduales del tipo de interés oficial, de 25 puntos básicos en cada una de las reuniones del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, que lo han elevado desde el 1% a inicios de 2004 hasta el 2,75% en abril de 2005 (véase gráfico 2.4). A pesar de estos incrementos, el tipo oficial aún se sitúa por debajo de los niveles que podrían considerarse neutrales, lo que explica que los mercados financieros siguieran manteniendo, a principios de 2005, la expectativa de un aumento adicional y paulatino a lo largo del año en curso. Desde el inicio del ciclo

alcista, la política de comunicación de la Reserva Federal transmitió de manera clara a los mercados financieros que la elevación de tipos se realizaría de manera mesurada y ordenada, aunque también subrayó que respondería rápidamente a cambios en el panorama económico, con el objeto de preservar la estabilidad de precios. Además de favorecer una contención de las expectativas de inflación, la estrategia de la Reserva Federal contribuyó a un clima de relativa tranquilidad en los mercados financieros ante el cambio de tono de la política monetaria, que explica a su vez en parte la moderación de los tipos de los bonos a largo plazo y la prolongación del entorno de amplia liquidez en el que se desarrollaron los mercados financieros norteamericanos y, por extensión, los internacionales.

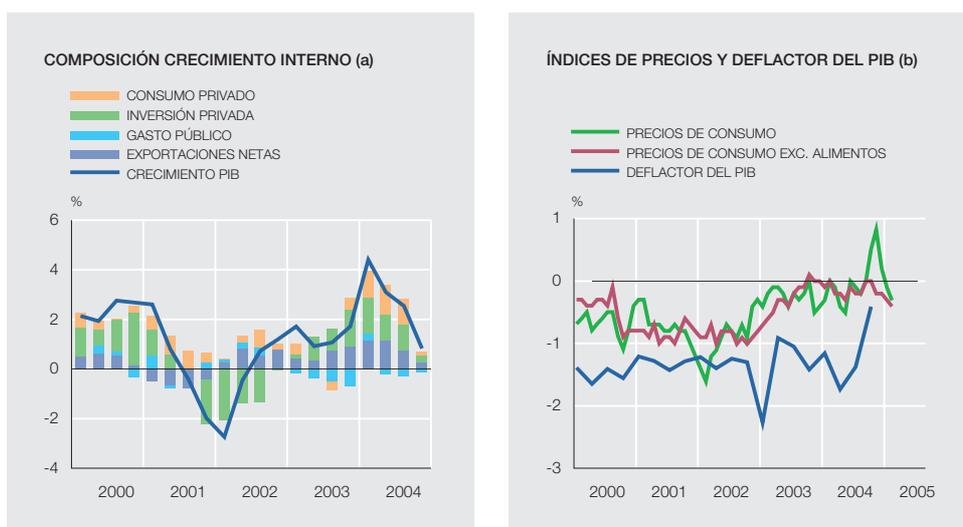
Este tono positivo de los mercados financieros contrastó vivamente con una política fiscal norteamericana que continuó siendo fuertemente expansiva en 2004. Así, el déficit público disminuyó solo ligeramente, del 4,6% del PIB en 2003 al 4,3% en 2004 (véase gráfico 2.3), a pesar de que el elevado crecimiento económico habría permitido alcanzar objetivos de consolidación fiscal más ambiciosos. El desequilibrio fiscal estadounidense se volvió a situar entre los más altos, en términos relativos, de las grandes áreas económicas, solo por detrás de Japón, en parte debido al incremento, en más de un 12%, de los gastos de defensa. Si bien es cierto que el reciente proyecto para el presupuesto del año fiscal que se inicia en octubre de 2005 incorpora una reducción del déficit a la mitad de su nivel actual para el año 2009, existen importantes riesgos de que esta previsión no se cumpla, tanto por la posibilidad de que esta propuesta derive en un programa menos ambicioso en el transcurso del trámite parlamentario, como por los probables gastos suplementarios de defensa y la reforma del impuesto mínimo alternativo, que no han sido considerados en el proyecto de presupuesto.

Este abultado déficit público constituye una importante fuente de vulnerabilidad y, junto con las reducidas tasas de ahorro de los hogares, contribuye al mantenimiento del importante desequilibrio exterior de Estados Unidos. Este último mantuvo un perfil acusadamente creciente a lo largo de 2004, debido sobre todo a una aceleración de las importaciones, que se reflejó en el empeoramiento de la balanza comercial, cuyo déficit alcanzó un 5,3% del PIB, más de la mitad del cual viene explicado por las relaciones comerciales deficitarias con China y, en menor medida, con la Unión Europea y Japón. La ligera depreciación del dólar en términos efectivos ha resultado hasta el momento insuficiente para cambiar esta tendencia, toda vez que el dinamismo de la demanda interna norteamericana resulta ser muy superior al de sus principales socios comerciales. Asimismo, el déficit por cuenta corriente alcanzó un 5,7% del PIB en 2004, lo que aumenta la preocupación sobre su sostenibilidad en el medio y largo plazo (véase gráfico 2.3).

Por último, otro de los factores de riesgo para las perspectivas de la economía norteamericana reside en la evolución de los precios de los activos inmobiliarios, que habrían alcanzado en algunas regiones niveles difícilmente explicables por los fundamentos económicos y cuya corrección súbita podría poner en peligro la continuidad del dinamismo del consumo, que hasta ahora se ha venido apoyando fuertemente en el incremento de la riqueza de las familias.

### **3 Asia: un papel cada vez más importante a escala global**

Al igual que en años anteriores, Asia fue en 2004 una de las zonas económicas más dinámicas del mundo. Los países emergentes de la región experimentaron la mayor tasa de crecimiento desde la crisis asiática de 1997 e incluso Japón —cuyo crecimiento fue mucho más moderado y tendió a estancarse a partir del segundo trimestre— alcanzó los mejores resultados desde 1996. Sin embargo, a lo largo de 2004 tuvo lugar una desaceleración—con la excepción destacable de China—, en línea con la moderación de la expansión mundial. Los países de la zona mostraron, en general, elevados superávits en sus balanzas por cuenta corriente, que, unidos a las fuertes entradas de capital, tendieron a apreciar las monedas asiáticas con tipo



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a. Aportaciones al crecimiento interanual del PIB.  
b. Variación interanual.

de cambio flexible frente al dólar o, en el caso de los países con regímenes de tipo de cambio fijo —de jure o de facto—, contribuyeron a que Asia concentrara la mayor parte de los incrementos de las reservas internacionales mundiales. A excepción de Japón, donde continuó el proceso de deflación, aunque atenuado respecto a años anteriores, la zona experimentó ciertas tensiones inflacionistas.

### 3.1 JAPÓN: SIGUEN SIN DISIPARSE LAS INCERTIDUMBRES

La economía japonesa mostró un elevado dinamismo a inicios de 2004, lo que resultó esencial para lograr un crecimiento anual del 2,7%, frente al 1,4% de 2003 (véase cuadro 2.1). Sin embargo, el impulso mostrado en los primeros meses del año se diluyó notablemente durante el resto del ejercicio (véase gráfico 2.7), lo que genera unas perspectivas considerablemente inciertas a corto y medio plazo.

Durante 2004, la demanda interna aumentó su aportación al crecimiento del PIB en 1,2 puntos porcentuales, hasta situarse en 1,9 puntos —principalmente por el consumo privado—, mientras que la demanda externa solo lo hizo en dos décimas, hasta los 0,8 puntos porcentuales, lo que refleja un proceso de recuperación algo más autónomo y menos dependiente del resto del mundo. Sin embargo, a lo largo del ejercicio se registraron desaceleraciones muy fuertes en el consumo y la inversión privadas. La ralentización del consumo se produjo a pesar de la mejora del mercado de trabajo, que se tradujo en una reducción de la tasa de paro hasta el 4,7%. Por su parte, las exportaciones y la inversión privada —ligada en gran parte al sector exterior— sufrieron las consecuencias de la debilidad de la demanda global de productos intensivos en tecnologías de la información y las comunicaciones, a pesar del fuerte incremento de los beneficios y de la solvencia de las empresas japonesas. Con todo, el sector exterior japonés mostró un elevado dinamismo, acelerándose los ritmos de incremento anual de las exportaciones e importaciones hasta el 14,4% y 8,9%, respectivamente, lo que permitió una ampliación del superávit por cuenta corriente hasta el 3,7% del PIB. Por otra parte, el tipo de cambio del yen se apreció frente al dólar en el conjunto del ejercicio, pero se debilitó posteriormente, de manera que en abril de 2005 había vuelto prácticamente al nivel del cierre de 2003; en términos efectivos nominales, el yen experimentó una depreciación del 2,4% entre ambas fechas. Las autoridades japonesas intervinieron muy cuantiosamente en los mercados

de cambios hasta el mes de marzo de 2004, momento a partir del cual anunciaron que cesaban las operaciones de compra de divisas. Como resultado de las políticas de los últimos años, las reservas exteriores de Japón, con mucho las más elevadas del mundo, alcanzaron los 824.000 millones de dólares, con un aumento del 26% en el pasado año.

A pesar del mayor crecimiento económico, persistió el problema de la deflación en la economía japonesa. La tasa de variación anual del IPC en el conjunto de 2004 fue de 0%, lo que significó una leve mejoría en relación con el -0,3% del año precedente (véase gráfico 2.7). No obstante, la deflación retornó en los primeros meses de 2005, por lo que se mantiene como una de las principales vulnerabilidades de Japón, especialmente si prosigue la desaceleración de la actividad económica y se agudiza la apreciación del yen frente al dólar.

La política monetaria del Banco de Japón mantuvo su carácter expansivo, lo que se manifestó principalmente en el aumento de la base monetaria y la continuidad del tipo de interés oficial próximo a cero (véase gráfico 2.4), con el objetivo de facilitar una salida permanente de la deflación. Los mercados bursátiles mostraron una evolución positiva y también mejoró la solvencia del sistema bancario, donde se constató una reducción de los préstamos fallidos y un fortalecimiento de los balances, sobre todo para los principales bancos. Por todo ello, el Banco de Japón anunció en septiembre de 2004 el fin de la política de compra de acciones de las carteras de los bancos comerciales, que se introdujo en 2002 para apuntalar la estabilidad del sistema financiero.

El elevado déficit público se redujo solo ligeramente en 2004, hasta el 7,1% del PIB (véase gráfico 2.3), mientras que se mantuvo la senda creciente de la deuda pública, que alcanza ya el 164% del PIB y es la más elevada entre los países de la OCDE. La reducción del déficit presupuestario japonés se debió en gran parte al recorte de la inversión pública, que disminuyó un 10,4% respecto a 2003. Tras años de llevar a cabo políticas fiscales expansivas con el objetivo de salir de la recesión, uno de los retos principales a los que se enfrenta la economía japonesa continúa siendo la reducción ordenada del cuantioso desequilibrio fiscal acumulado, pero sin incurrir en un ajuste precipitado como el de 1997, que podría provocar la pérdida de tono de la demanda interna y un agravamiento de las presiones deflacionistas.

Aunque hay que reconocer los avances hacia el fortalecimiento de la posición financiera del sector bancario y de las empresas en los últimos años, resulta indispensable para la economía japonesa seguir profundizando en los procesos de reforma con objeto de asegurar la prolongación de la reactivación económica y el fin de la deflación. En este sentido, el logro de una mayor rentabilidad y capitalización del sistema bancario y una reducción del endeudamiento de las empresas resultan esenciales para apoyar la inversión y aumentar el potencial de crecimiento.

### 3.2 CHINA: EL OTRO MOTOR DEL CRECIMIENTO MUNDIAL

Al igual que en los años anteriores, durante el pasado año continuó aumentando la importancia de China en la economía mundial, desde su peso en el PIB —que ya alcanza el 13% en términos de paridad de poder de compra— y en los flujos comerciales y de inversión, hasta su papel en los vaivenes de la demanda de materias primas y en la financiación de los desequilibrios globales (véase recuadro 2.3). El crecimiento del PIB en 2004 se situó en el 9,5%, el más alto entre las principales economías mundiales, sustentado en el dinamismo de las exportaciones y de la inversión en activos fijos, lo que vino unido, por el lado de la oferta, a unos excelentes resultados del sector agrario. En la primera parte del año, ante el fuerte crecimiento de la actividad y el preocupante repunte de los precios, las autoridades chinas adoptaron un amplio conjunto de medidas monetarias, fiscales y de carácter administrativo, destinadas a moderar la expansión de la demanda agregada, lo que se consiguió de manera solo muy parcial en la segunda parte del año.

Las dos décadas de reformas orientadas a la transición hacia una economía abierta de mercado han transformado a China y han modificado su papel en el concierto económico internacional. Desde el comienzo de las reformas, en 1978, el crecimiento medio del PIB real ha superado el 9% anual y la renta per cápita se ha sextuplicado. Tras la adhesión a la Organización Mundial del Comercio (OMC) en 2001, que supuso un hito en la relación de China con el mundo, el crecimiento del PIB real se ha acelerado, situándose en el 9,5% anual en 2004 (véase gráfico 1). Este gran dinamismo ha convertido a China en el principal contribuyente al crecimiento mundial en 2004, en términos de paridad de poder de compra (PPC). De hecho, China aportó 1,2 puntos porcentuales del 5,1% de crecimiento global de 2004, lo que equivale a un 24% del crecimiento mundial. Asimismo, el peso de China en el PIB mundial ascendió al 13% en 2004 en PPC, situándose justo por detrás de EEUU (21%) y de la UE (21%) (véase gráfico 2). De acuerdo con las tendencias estimadas, que incorporan tasas de crecimiento potencial relativamente elevadas, aunque decrecientes, y que suponen una transición sin sobresaltos hacia un sistema económico menos intervenido, China podría convertirse en la primera potencia mundial en términos de PIB en menos de 40 años<sup>1</sup>.

Esta evolución ha otorgado a China un papel preponderante en el escenario económico global, con importantes consecuencias, entre ellas la modificación del patrón de los flujos comerciales y de la inversión exterior directa (IED); además, China ha contribuido sustancialmente al aumento de la demanda global de materias primas y de petróleo. Por último, como se describe en la introducción de este capítulo, China ha desempeñado un papel muy relevante en la evolución de los desequilibrios globales.

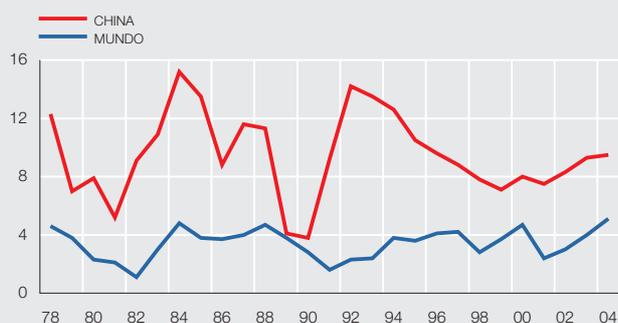
En cuanto al comercio internacional, las exportaciones e importaciones chinas han crecido a tasas cercanas al 15% anual desde el inicio de las reformas y se han acelerado por encima del 30% tras su incorporación a la OMC. Además, se ha producido un cambio en la composición de las exportaciones e importaciones. Por un lado, el peso de

las exportaciones de productos electrónicos se ha más que duplicado (del 17% en 1993 al 43% en 2003), mientras que se ha reducido el del resto de las manufacturas (del 65% al 49% en el mismo período). A su vez, ha variado la composición de las importaciones: han aumentado las destinadas a ser ensambladas, procesadas y posteriormente exportadas, procedentes fundamentalmente del resto de Asia, del 35% en 1993 hasta el 40% en 2004; en paralelo, ha aumentado el peso de las importaciones de bienes de electrónica, desde el 31% a principios de los años noventa, hasta el 47% en 2003. Este cambio en la composición del comercio chino refleja un proceso creciente de integración productiva en la región asiática, en el que China aporta mano de obra, relativamente barata y bien formada, en la manufactura de bienes intermedios importados del resto de Asia para su reexportación a otras economías desarrolladas. Fruto de esta integración regional se ha ampliado el déficit comercial de China con el resto de Asia, mientras que se ha incrementado fuertemente su superávit comercial con EEUU y con la UE (véase gráfico 3). En conjunto, el superávit de la balanza comercial china se ha mantenido estable en niveles ligeramente superiores al 2% del PIB. Además de la acumulación de superávit o déficit bilaterales crecientes, terceros países se han visto afectados de manera distinta por la expansión comercial de China, dependiendo del grado de complementariedad o de sustituibilidad de su estructura comercial con China. Entre los beneficiados, estarían los países exportadores de bienes intermedios y los de materias primas. Entre los perjudicados, se encontrarían los países con sectores exportadores muy intensivos en mano de obra, que han experimentado una fuerte presión competitiva de los bajos costes laborales chinos.

Otro de los elementos que explican el gran crecimiento chino radica en la capacidad para atraer flujos de IED. China se ha convertido en el primer receptor de IED del mundo, al alcanzar los 61 mm de dólares en 2004 (véase gráfico 4), lo que sitúa este país en el tercer puesto en términos del stock de IED, después de EEUU y el Reino Unido. No obstante, esta cifra podría estar sobreestimada por flujos financieros que abandonan China por motivos fiscales, generalmente con destino a Hong Kong, y que luego regresan en forma de IED, fenómeno conocido como *roundtripping*. Las empresas extranjeras, fun-

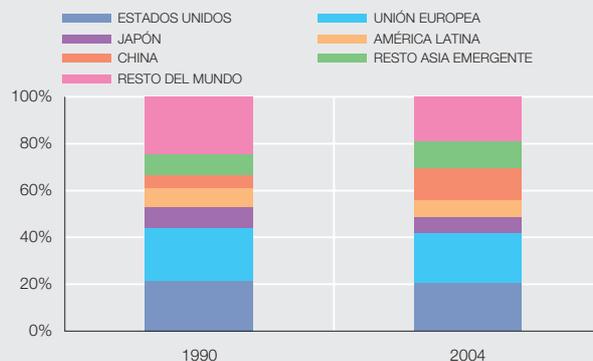
<sup>1</sup> Véase el trabajo de D. Wilson y R. Purushothaman, (2003), *Dreaming with the BRICS*, Goldman Sachs.

1. CRECIMIENTO DEL PIB  
Porcentaje



FUENTE: FMI.

2. PESO DE LAS ECONOMÍAS EN EL PIB MUNDIAL  
Porcentaje del total

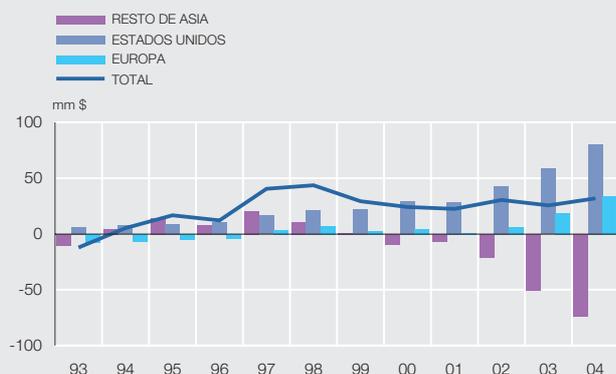


damentalmente asiáticas —lo que muestra otro aspecto importante de la integración regional—, se han sentido atraídas, por un lado, por el fuerte crecimiento económico chino, su gran población y su creciente demanda interna, y, por otro, por su ventaja comparativa como plataforma de exportación, gracias a un segmento de mano de obra preparada y a sus bajos costes laborales, todo ello acompañado de una relativa mejora de la seguridad jurídica de los inversores y de un proceso de liberalización de algunos sectores tras la incorporación a la OMC, tales como distribución, telecomunicaciones y servicios financieros. Los flujos de IED se han concentrado en manufacturas, bienes inmuebles e infraestructuras energéticas. No obstante, hay una parte de la inversión que se dirige, cada vez más, a la producción de bienes con una alta intensidad tecnológica y con una alta cualificación en capital humano, como las aplicaciones informáticas. Recientemente, también se ha ido incrementando la IED china en el exterior, aunque desde niveles muy bajos (de 785 millones de dólares

en 2001 hasta los 3,6 mm en 2004). Aún así, sigue siendo prácticamente insignificante en comparación con la inversión recibida.

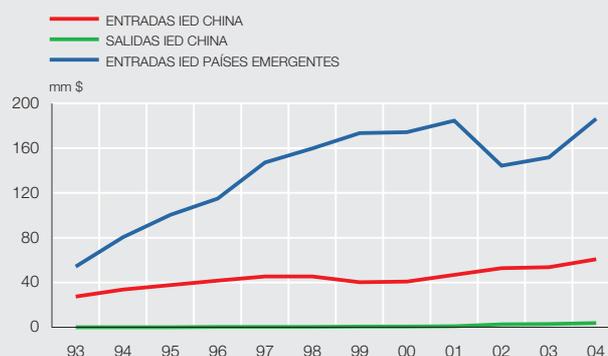
Por último, el incremento de la demanda de materias primas y productos energéticos por parte de China supone un importante cambio para la economía mundial, que ha presionado los precios al alza. En 2003, China se convirtió en el principal importador mundial de cobre, acero y cemento, y entre los mayores de mineral de hierro y aluminio. Además, China fue el segundo demandante de petróleo en 2004, al que cabe imputar un 32% del aumento de la demanda global, superior a su contribución al crecimiento mundial, lo que da muestras de su ineficiente utilización energética y de las carencias del suministro eléctrico. Lejos de ser un efecto transitorio, se espera que la demanda de petróleo china continúe en ascenso en los próximos años, debido al crecimiento económico previsto y al futuro desarrollo del parque automovilístico.

3. SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL DE CHINA FRENTE A:



FUENTES: Administración de Aduanas, Oficina de Estadística de China y FMI.

4. FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA



Coincidiendo con el fuerte dinamismo de la producción, la inflación interanual repuntó en 2004 y se llegó a situar en el 5,3% en el mes de agosto, para reducirse posteriormente hasta el 1,8% en abril de 2005 (véase gráfico 2.2). Este aumento se debió principalmente a las fuertes subidas de los precios de los alimentos —que mostraron un patrón similar al de la inflación a lo largo del año—, pero también a presiones de costes, incluyendo incrementos salariales y restricciones en el suministro eléctrico. Todo ello se reflejó en los precios de producción, que registraron un aumento interanual del 7,1% en diciembre de 2004, notablemente superior al 3% registrado un año antes.

El sector exterior continuó mostrando un comportamiento muy dinámico en 2004. Tanto el volumen de las exportaciones como el de las importaciones crecieron un 28%, y aumentó significativamente el superávit por cuenta corriente, hasta alcanzar un 4,2% del PIB. Bajo un régimen de tipo de cambio fijo frente al dólar, este superávit, unido a las notables entradas de capitales, supuso un incremento del 50% de las reservas internacionales, que alcanzaron a

fines de 2004 los 610.000 millones de dólares, lo que sitúa a China en la segunda posición mundial en volumen de reservas, por detrás de Japón. La notable acumulación de reservas en China en los últimos años ha alimentado expectativas de una posible revaluación del renminbi, bien en forma de escalón pero manteniendo el régimen de tipo de cambio fijo, bien en el marco de la adopción de un régimen cambiario más flexible, que las autoridades chinas han anunciado como deseable a medio plazo. Aunque la moneda china se mantuvo constante en términos nominales frente al dólar, su tipo de cambio efectivo nominal se depreció en un 3,7% entre diciembre de 2003 y abril de 2005, por la debilidad de la divisa norteamericana frente a terceras monedas. El peor comportamiento de los precios en China, sin embargo, anuló estas ganancias de competitividad, de manera que el tipo de cambio efectivo real se mantuvo relativamente estable a lo largo del año (véase gráfico 2.3).

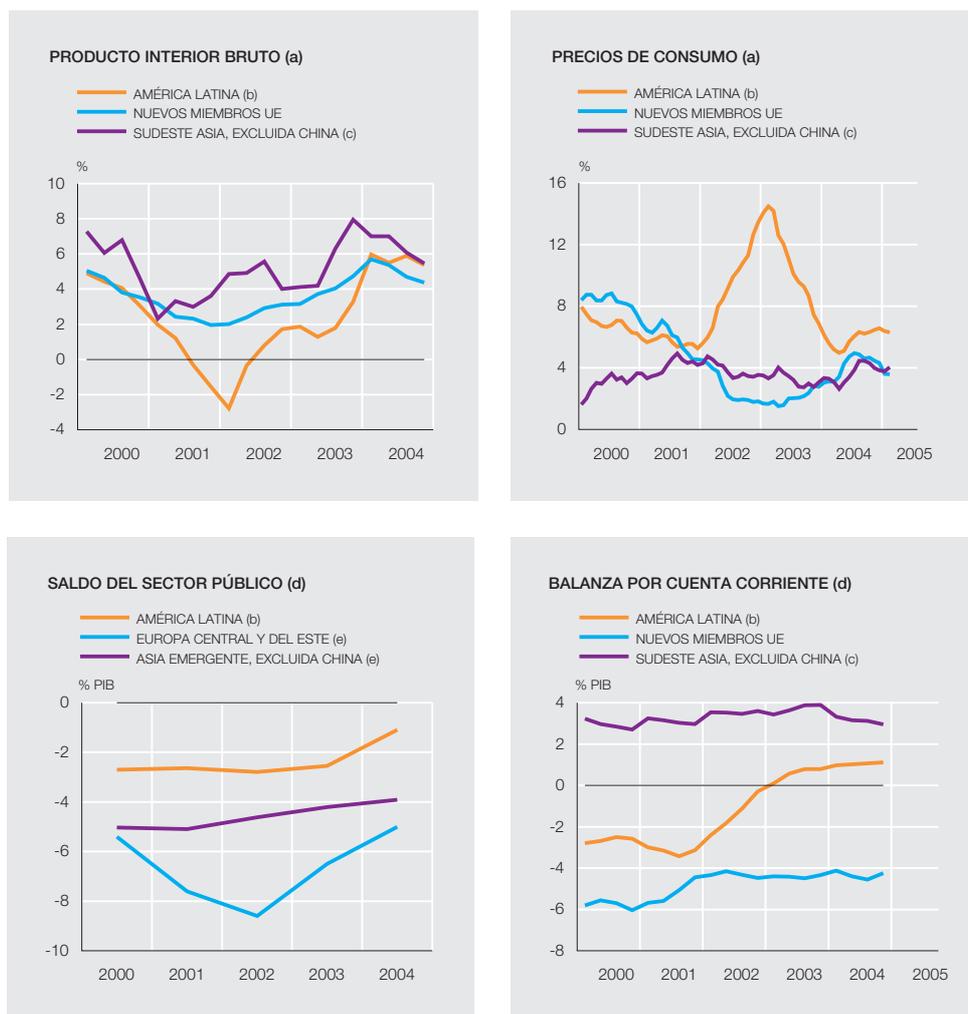
La política monetaria se orientó hacia la moderación del dinamismo de la actividad económica mediante la restricción del crédito bancario, un menor crecimiento de la base monetaria y el incremento —todavía muy incipiente— de los tipos de interés, con el objetivo añadido de esterilizar la rápida acumulación de reservas internacionales. Por su parte, la política fiscal contribuyó a reducir el vigor de la demanda a través del recorte de la inversión pública y de las limitaciones al gasto de las Administraciones Locales. El déficit público se redujo ligeramente respecto al año anterior, hasta situarse en un 2,4% del PIB. Una reducción aún mayor del déficit parecería apropiada para contener la demanda interna y afrontar importantes problemas pendientes, como la reestructuración del sector financiero y el previsible aumento de las demandas sociales a medio plazo.

Uno de los principales retos de la economía china estriba en reconducir los fuertes ritmos de crecimiento actuales hacia tasas más sostenibles a largo plazo, conjurando el peligro de un aterrizaje brusco de la economía, que tendría posiblemente repercusiones desfavorables a escala global. A su vez, dada la creciente integración comercial y financiera de China en el plano internacional —especialmente desde su entrada en la Organización Mundial del Comercio—, no solo resulta importante instrumentar políticas macroeconómicas que eliminen el sobrecalentamiento de la economía, sino seguir avanzando en la reforma del sector bancario y de las empresas de propiedad estatal, con el objetivo de lograr una asignación más eficiente de los recursos.

### 3.3 OTROS PAÍSES DE ASIA: DINAMISMO ECONÓMICO Y ACUMULACIÓN DE RESERVAS

El resto de las economías emergentes de Asia también experimentó un crecimiento elevado durante el año 2004, dinamismo explicable en parte por el efecto beneficioso de la demanda procedente de China, que se ha convertido en un importante mercado de exportación para la región, así como por la revitalización de la demanda doméstica, que aumentó su contribución al crecimiento del PIB en 2004 (véanse gráficos 2.1 y 2.8). El crecimiento se moderó ligeramente en la segunda parte del año, en línea con la desaceleración del ritmo de actividad mundial, pero también por la fuerte corrección a la baja de los ingresos en el mercado de semiconductores, producto que representa una parte significativa de las exportaciones de buen número de países de la región. Aun cuando el tsunami que afectó a los países ribereños del océano Índico fue devastador en términos de vidas humanas, su efecto sobre el PIB de la zona fue relativamente reducido, debido a su limitada dependencia de los sectores más afectados: turismo y pesca. Las perspectivas para 2005 apuntan a una ligera desaceleración del crecimiento —excepto, posiblemente, en la India—, aunque una ralentización de la economía china más rápida de lo previsto podría poner en riesgo la evolución del resto de las economías asiáticas, dada la creciente integración comercial de la región y su cada vez mayor dependencia de China.

Las presiones inflacionistas experimentaron un cierto aumento en la zona, especialmente en la segunda mitad de 2004 (véase gráfico 2.8), a causa del fuerte crecimiento económico y la



FUENTES: Estadísticas nacionales y FMI.

- a. Variación interanual.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.
- d. Superávit (+) o Déficit (-).
- e. Agregados de países según la definición del FMI (WEO).

subida del precio del petróleo, aun cuando la política de subsidios energéticos en algunos países sirvió para evitar mayores incrementos en los precios finales. Al mismo tiempo, continuó la tendencia hacia la reducción de los déficit públicos, con la significativa excepción de la India, donde alcanzó el 9,5% del PIB en 2004 y la deuda pública se sitúa ya en el 83% del PIB. Ante las presiones inflacionistas de la segunda mitad de 2004, las políticas monetarias adquirieron un tono moderadamente más restrictivo en la mayor parte de la zona, con la excepción de Corea del Sur, donde las fuertes presiones tendentes a apreciar el won y la debilidad de la demanda interna desaconsejaron una subida de los tipos de interés. La persistencia de elevados superávits por cuenta corriente —excepto en la India— y las fuertes entradas de capitales, en presencia de una aversión elevada, en general, a aceptar una apreciación de los tipos de cambio, se tradujeron en una fuerte acumulación de reservas exteriores (véase gráfico 2.3), solo parcialmente esterilizadas. El previsible mantenimiento de elevados superávits por cuenta corriente y fuertes entradas de capitales supone un reto importante para la región, ya que el ritmo reciente de acumulación de reservas parece difícilmente sostenible y las dificultades

para su esterilización tienden a generar una tensión cada vez mayor entre los objetivos de reducir la inflación y de evitar la apreciación de los tipos de cambio frente al dólar. En todo caso, en el ámbito de la coherencia entre las políticas monetarias y los objetivos de competitividad exterior, los países asiáticos parecen prestar cada vez más atención a la estrategia cambiaria de las autoridades chinas, cuya economía tiende a convertirse en el principal destino de las exportaciones del resto de la región.

#### **4 América Latina: recuperación, superávit exterior y persistencia de algunas vulnerabilidades**

América Latina registró en 2004 una tasa de crecimiento del 5,9%, que es la más elevada desde 1980 y que permitió consolidar el proceso de recuperación iniciado en 2003. El impulso se mantuvo de un modo sostenido a lo largo de todo el año, mientras que al inicio de 2005 comenzaron a percibirse algunos signos de ligera moderación de la actividad (véase gráfico 2.8).

La bonanza económica en la región estuvo sostenida principalmente por la demanda interna, que se consolidó como el principal motor del crecimiento en 2004 y explicó prácticamente todo el incremento del PIB en el año, en contraste con su contribución prácticamente nula en el ejercicio precedente. La composición de la demanda interna también mostró un mayor equilibrio, con una notable aceleración de la inversión, mientras que el consumo mantuvo su solidez. La inversión se vio favorecida por unas condiciones financieras más favorables y por el crecimiento de las exportaciones, mientras que la recuperación del mercado laboral fue el factor determinante detrás del dinamismo del consumo. Así, el empleo registró un crecimiento superior al 3,5% en 2004 para el conjunto de la zona, mientras que los salarios reales se recuperaron parcialmente de los deprimidos niveles de los años precedentes, sobre todo en países como Brasil y Argentina, donde el ajuste había sido más pronunciado.

Por el contrario, la aportación de la demanda externa fue prácticamente nula, aunque el crecimiento del valor de las exportaciones e importaciones fue muy elevado, ambas en torno al 30%. Al mantenimiento del dinamismo de las exportaciones contribuyó principalmente el aumento de los precios de las materias primas, que supuso una mejora adicional de la relación real de intercambio de la región, especialmente en aquellos países con una mayor proporción de exportaciones de minerales y petróleo, como Chile, Venezuela o Perú. Desde un punto de vista geográfico, la demanda procedente de China desempeñó un papel relevante en el elevado crecimiento de las exportaciones. En consecuencia, la balanza comercial en América Latina mostró un superávit superior al 4% del PIB, del cual más de tres puntos vendrían explicados por la mejora de la relación real de intercambio. A su vez, la balanza por cuenta corriente arrojó un superávit superior al 1% del PIB, cuya coincidencia con un período de fuerte dinamismo de la actividad es una circunstancia inédita en la región, que permite albergar cierto optimismo respecto a la posibilidad de evitar en esta ocasión que los desequilibrios exteriores terminen ahogando la expansión económica, como ha tendido a ocurrir frecuentemente en el pasado. Por su parte, el proceso de integración comercial mostró pocos avances, especialmente en los acuerdos del Área de Libre Comercio de las Américas y los de la UE con MERCOSUR. Es cierto, sin embargo, que se firmaron múltiples acuerdos intrarregionales, aunque con un carácter más simbólico que efectivo.

En este favorable contexto interno y externo, el inicio del ciclo alcista de tipos de interés en EEUU no tuvo el temido efecto negativo sobre América Latina; al contrario, los diferenciales soberanos retornaron a los niveles previos a la crisis asiática, y en algunos países se situaron en valores mínimos desde que se elaboran este tipo de indicadores (véase gráfico 4). Sin embargo, las entradas netas de capitales se redujeron notablemente en comparación con el año anterior, aunque su composición tendió a hacerse más favorable: aumentó la inversión exterior directa, que rompió la tendencia decreciente que venía manteniendo desde 2001,

mientras que se redujeron los flujos oficiales y de cartera, lo que apunta a una mayor permanencia y estabilidad de los capitales.

Las buenas condiciones económicas y financieras impulsaron al alza las cotizaciones en los mercados bursátiles latinoamericanos, los cuales, junto con los de los nuevos países miembros de la UE, fueron los que tuvieron un mejor comportamiento en el pasado año, especialmente en su segunda mitad (véase gráfico 2.4). Coincidiendo con el buen entorno económico, las divisas latinoamericanas se apreciaron entre diciembre de 2003 y abril de 2005 un 7,9% frente al dólar, aunque la apreciación nominal se limitó al 4,5% respecto al conjunto de sus socios comerciales y alcanzó el 11,4% en términos efectivos reales (véase gráfico 2.3). La tendencia al fortalecimiento de las monedas latinoamericanas se acentuó en la segunda mitad de 2004, al tiempo que aumentaban las reservas exteriores, por importe de 22.000 millones de dólares en el conjunto del año. Cabe destacar la apreciación del real brasileño y del peso mexicano, que rompió así la tendencia a la depreciación que venía experimentando desde comienzos de 2002. La divergencia entre la evolución del tipo de cambio frente al dólar y frente al resto de monedas tuvo un impacto muy positivo, ya que permitió conciliar una menor carga financiera —por la preponderancia de los pasivos exteriores de los agentes públicos y privados denominados en dólares— con pérdidas limitadas en términos de competitividad respecto al conjunto más amplio de sus socios comerciales.

El mantenimiento de la recuperación económica, la holgura de la posición exterior y las buenas condiciones de financiación propiciaron una reducción del grado de vulnerabilidad y una mejora de las perspectivas económicas y financieras, lo que se tradujo a su vez en revisiones al alza de las calificaciones soberanas en muchos países. No obstante, persisten ciertos elementos de vulnerabilidad e incluso algunos indicadores, como la deuda pública y externa como porcentaje del PIB, son notablemente superiores a los de mediados de la década de los noventa (véase recuadro 2.4). Todo ello apunta a la necesidad de reducir los niveles de endeudamiento y mejorar su composición por plazos y monedas, de reactivar los procesos de reforma —que, en general, han permanecido relativamente estancados en los últimos años— y de reforzar la disciplina de las políticas macroeconómicas para afianzar la estabilidad y aumentar el crecimiento potencial.

La inflación agregada del área experimentó ciertos vaivenes: se redujo en los primeros meses del año, hasta situarse en el 4,9% interanual en abril, pero aumentó a partir de entonces, para cerrar el año en el 6,5% y mantenerse en el 6,7% en abril de 2005, impulsada por la aceleración de la actividad y las presiones de los precios de los componentes más volátiles (véase gráfico 2.8). La inflación subyacente tuvo un comportamiento más favorable, reduciéndose en el transcurso del año, hasta alcanzar el 5,8% interanual en abril de 2005. En el caso de México, el repunte del índice general de precios llevó a un incumplimiento de los objetivos explícitos de inflación, mientras que en Brasil la tasa de variación de los precios al final del año se situó cerca del límite superior de la banda objetivo. El fuerte aumento de la inflación desde finales de 2004 es más preocupante en el caso de Argentina, pues podría llegar a constituir un freno para la recuperación económica. En consonancia con el deterioro de la evolución de los precios, las políticas monetarias en la región actuaron preventivamente, adoptando un tono más restrictivo, que se fue extendiendo a lo largo del ejercicio a todos los principales países, con la excepción de Colombia. La continuación de las presiones inflacionistas en buen número de países de la región constituye uno de los principales elementos de riesgo en el presente año.

Uno de los aspectos más positivos de la evolución de la zona en 2004 fue la notable mejora de las finanzas públicas, que se reflejó en una reducción del déficit público para el conjunto

Los buenos resultados económicos y financieros recientes sugieren que América Latina podría haber dejado atrás un largo período de turbulencias financieras, que se saldaron con una brusca caída del crecimiento y de la financiación externa. Los indicadores de vulnerabilidad financiera para el conjunto de América Latina reflejan fielmente los avatares de la región en los últimos años. Entre 1996 (antes del inicio de la secuencia de crisis en los mercados emergentes) y 2002 estos indicadores se deterioraron acusadamente, mientras que en los últimos dos años se ha experimentado una clara mejoría. No obstante, y a pesar de que las perspectivas se mantienen favorables, se está lejos de superar la situación de fragilidad financiera que caracteriza a la región.

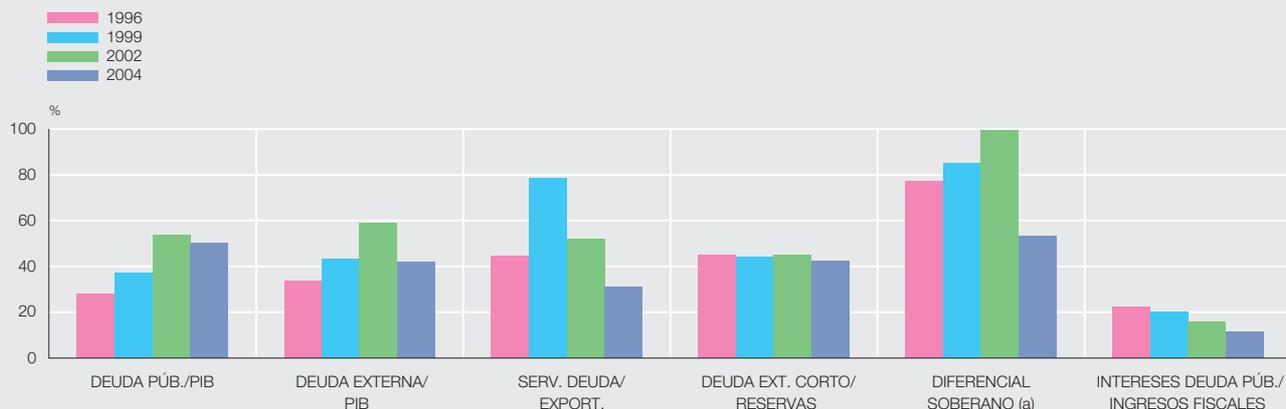
La persistencia de la vulnerabilidad queda reflejada en el elevado nivel de algunos indicadores, que son incluso superiores a los de antes de las crisis en el agregado regional y en muchos de los países, como es el caso de las ratios de deuda pública y externa sobre el PIB (véase gráfico 1). Por su parte, otros indicadores como el servicio de la deuda externa sobre exportaciones o los pagos de intereses de la deuda pública sobre ingresos tributarios se han reducido considerablemente. Respecto a la deuda pública, puede parecer que una ratio

del 50% del PIB no es excesiva, en comparación, por ejemplo, con las que se registran en muchos países de la Unión Europea. Sin embargo, América Latina sufre de lo que se ha denominado recientemente intolerancia a la deuda<sup>1</sup>, debido a los mayores costes de financiación que tienden a soportar estos países y, sobre todo, a la naturaleza cambiante de los mercados de capitales internacionales, que puede llegar a impedir el acceso a los mismos. Bajo estas condiciones, los umbrales críticos de sostenibilidad de la deuda pública y externa son para Latinoamérica sustancialmente inferiores a los de los países desarrollados, y, en algunos países de la región, puede considerarse que están por debajo de los niveles actuales.

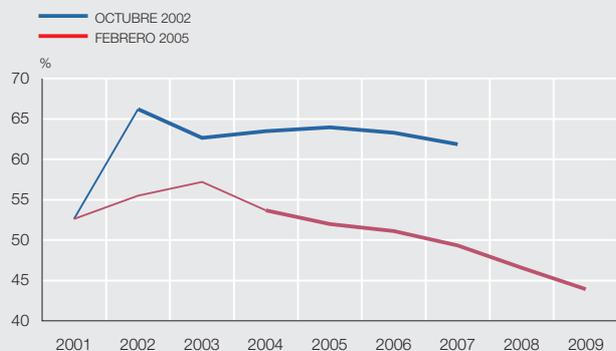
La intolerancia a la deuda tiene su origen en una larga historia de crisis financieras y reestructuraciones de deuda en la región, pero también en otros factores aún vigentes, como el limitado grado de apertura comercial al exterior, la insuficiente estabilidad económica y la debilidad institucional. Su principal consecuencia es la dificultad de endeudarse en moneda local en los mercados internacionales

1. C. Reinhart, K. Rogoff y M. Savastano (2003), *Debt Intolerance*, NBER Working Paper 9908.

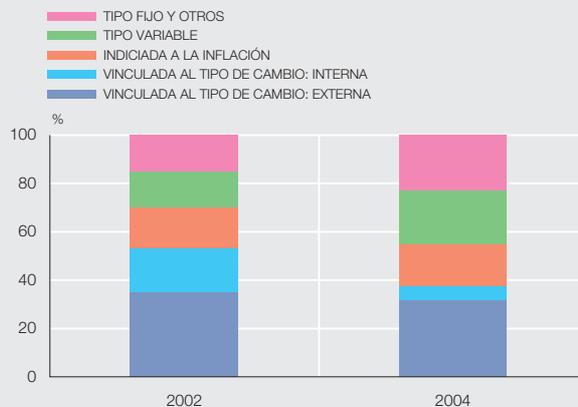
1. INDICADORES DE VULNERABILIDAD EN AMÉRICA LATINA



2. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA EN BRASIL (DEUDA PÚBLICA PREVISTA EN % PIB) (b)



3. COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN AMÉRICA LATINA



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a. Diferencial EMBI+ de JP Morgan, multiplicado por 10.  
 b. En trazo más grueso, previsiones.

—e incluso en el mercado local— a un plazo de vencimiento lo suficientemente largo, lo que implica una composición de la deuda de corta maduración, sesgada hacia la moneda extranjera, o, en algunos casos, indiciada a la evolución de otras variables financieras: el tipo de cambio, los tipos de interés o la tasa de inflación. Tales características se traducen en una elevada sensibilidad de la deuda pública, y de los indicadores de vulnerabilidad en general, a las condiciones financieras, en particular a las variaciones del tipo de cambio y de los tipos de interés. En períodos de turbulencia, el tipo de cambio tiende a depreciarse y los costes de financiación a incrementarse, lo que hace aumentar la deuda pública y externa. De este modo, se corre el riesgo de que la deuda se sitúe en una senda de crecimiento insostenible en el medio plazo, incluso cuando se parte de ratios moderadas. La percepción por parte de los inversores de este tipo de situaciones no hace sino agravar el problema, poniendo presión adicional sobre las variables financieras y la sostenibilidad fiscal, de tal modo que se consolida un círculo vicioso de difícil solución. Brasil pasó por una situación de ese tipo en el año 2002. Como se observa en el gráfico 2, para el caso de la deuda pública, el perfil estimado entonces, incluso bajo el supuesto de una progresiva mejora de las condiciones financieras, no era claramente descendente y, por lo tanto, sembraba dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en el medio plazo. No obstante, la situación pudo ser corregida gracias a una combinación de políticas económicas disciplinadas y apoyo externo, que favoreció un retorno de la confianza a los mercados. Es llamativo el contraste con el perfil estimado de la deuda bajo los supuestos actualmente manejados por el mercado —que recogen un mantenimiento de las actuales condiciones financieras—, que señala una senda claramente descendente. De este ejemplo se infiere que un eventual endurecimiento de las condiciones de financiación se reflejaría negativamente y de manera inmediata sobre la vulnerabilidad, lo que podría revertir los recientes avances en este ámbito.

En cualquier caso, hay que reconocer que en los últimos años se han realizado progresos significativos para reducir la vulnerabilidad. Por

un lado, los avances en términos de estabilidad macroeconómica han sido notables. El control de la inflación es un logro importante de la última década, que se ha consolidado en un entorno de tipos de cambio flexibles. La estabilidad de precios y la flexibilidad cambiaria tienden, en principio, a reducir la volatilidad económica y financiera, contribuyendo a consolidar la confianza de los inversores y, por lo tanto, a reducir las vulnerabilidades. Más recientemente, también se han observado avances reseñables en el ámbito fiscal, que se reflejan en la existencia de superávits primarios casi generalizados en la región, en algunos casos, muy sustanciales. Más notable aún, por su intensidad, es el esfuerzo que se está haciendo en estos países por recomponer la estructura de la deuda, de tal modo que se reduzca su sensibilidad a cambios bruscos de las condiciones financieras. La favorable situación de los mercados financieros facilita esta tarea, que está inspirada por el creciente consenso acerca de que la excesiva exposición a la deuda a tipo variable o ligada a la evolución del tipo de cambio puede tener efectos potencialmente muy perniciosos sobre la estabilidad financiera. Así, como se recoge en el gráfico 3, en los últimos dos años se ha conseguido reducir notablemente la deuda vinculada al tipo de cambio —externa, emitida en moneda extranjera, e interna, en los casos en que está indiciada al tipo de cambio—, mientras que la deuda a tipo de interés variable ha crecido moderadamente, aunque, en algunos casos, estos cambios se han hecho a costa de reducir el plazo de vencimiento de los bonos. De este modo, la participación de los dos tipos de deuda más sensibles a las condiciones financieras se ha reducido en el agregado en unos 10 pp, aunque aún es elevada (60% del total). Por su parte, la deuda a tipo fijo se ha incrementado en unos 8 pp, hasta el 22% del total, y la deuda indiciada a la inflación ha mantenido su peso, en torno al 16% del total.

En todo caso, puesto que el camino por recorrer para reducir el grado de vulnerabilidad es largo, resulta necesario perseverar en este tipo de políticas y también en el ámbito de las reformas estructurales, sobre todo en un momento en el que las condiciones económicas y financieras, domésticas y externas, son favorables.

del área de siete décimas, hasta el 1,2% del PIB, y en una ampliación del superávit primario por encima del 3% (véase gráfico 2.8). Los progresos fueron generalizados: en Argentina, el superávit primario del Gobierno central se elevó hasta el 3,9%, por encima del nivel comprometido en el programa con el FMI; Brasil volvió a incrementar su superávit primario en 2004 hasta el 4,6% del PIB, también por encima del objetivo pactado con el Fondo, en tanto que México pasó del 0,5% en 2003 al 0,6% en 2004. La reducción de los desequilibrios fiscales fue compatible con un aumento del gasto primario, después de un período de fuertes contracciones, que pudo ser financiado gracias al notable crecimiento de los ingresos en un entorno económico boyante.

Por lo que se refiere a la evolución de las tres principales economías de la región, en Brasil cabe destacar la fuerte recuperación del ritmo de actividad, después de tres años de intenso ajuste, con un crecimiento del 5,2%, el mayor desde 1994. La demanda interna tomó el relevo de la demanda externa como motor del crecimiento, aunque las exportaciones también

mantuvieron un fuerte dinamismo. El recobrado impulso de la inversión, que creció un 10,9%, y del mercado de trabajo, donde tanto los salarios reales como el empleo compensaron parcialmente las fuertes pérdidas del período de ajuste, respaldó la fortaleza de la demanda interna. Al igual que en otros países de la región, por primera vez en muchos años se conjugó un elevado crecimiento económico con un superávit en la cuenta corriente. Este escenario se completó con los buenos resultados fiscales, que permitieron una reducción de la deuda pública en 5,6 puntos, hasta el 51,6% del PIB. Sin embargo, la evolución de los precios fue menos favorable, al terminar 2004 con una tasa de inflación del 7,6%, lo que indujo un notable endurecimiento de la política monetaria, reflejado en un incremento de los tipos de interés de 300 puntos básicos desde septiembre, hasta situarse cerca del 20% en abril de 2005. En los últimos años, las perspectivas de la economía brasileña han mejorado significativamente, debido, en buena parte, a los avances en el proceso de reformas, que ha demostrado ser compatible con una mayor preocupación por la política social. Gracias a la mayor estabilidad macroeconómica alcanzada, a pesar del reciente repunte de la inflación, así como a la mejora de la estructura de la deuda, se ha ido restableciendo la confianza de los mercados financieros internacionales, si bien persisten elementos de vulnerabilidad ante un empeoramiento brusco del clima en estos mercados. Este panorama más favorable ha permitido no renovar la extensión del acuerdo financiero con el Fondo Monetario Internacional firmada en diciembre de 2003, cuya intención era preventiva y que, de hecho, Brasil no ha necesitado utilizar.

En México, donde el ciclo sigue estando muy sincronizado con la evolución industrial en Estados Unidos, la actividad económica se fue acelerando de forma progresiva a lo largo de 2004, con un crecimiento en el conjunto del año del 4,4%, que vino apoyado por el afianzamiento de la demanda interna, mientras que en el mercado laboral se consolidó la recuperación del empleo. El déficit por cuenta corriente permaneció en el 1,3% del PIB, ya que la ampliación del déficit comercial fue compensada por el aumento de las remesas de emigrantes, que siguieron registrando nuevos máximos. En el ámbito monetario, la inflación se mantuvo durante todo el año por encima del 4%, límite superior del rango objetivo del Banco de México, lo que condujo a un endurecimiento progresivo del tono de la política monetaria. Pero, además del mantenimiento de unas políticas macroeconómicas disciplinadas, es muy deseable impulsar el potencial de crecimiento de la economía mexicana, por lo que resulta esencial relanzar el proceso de reformas, relativamente estancado en los últimos años, a pesar de algunos avances logrados en el desarrollo del sector financiero en 2004, relacionados, sobre todo, con los fondos de pensiones.

En Argentina, la recuperación económica mantuvo su vigor en 2004, con un crecimiento del 9%, que situó el PIB 3 puntos porcentuales por debajo de su nivel de 1998. Las presiones inflacionistas aumentaron a lo largo del año y especialmente en los primeros meses de 2005, de manera que la tasa de inflación interanual alcanzó el 8,8% en abril, ante lo cual el banco central decidió endurecer el tono de su política monetaria mediante una estabilización de los agregados monetarios y un aumento del rendimiento de las letras del banco central. A su vez, se registraron superávits en las cuentas fiscales y externas, mientras que el canje de la deuda en suspensión de pagos finalizó en febrero de 2005 con una participación del 76%. Los términos del canje significaron un importante ahorro en el servicio de la deuda, un sustancial alargamiento de su duración y un aumento apreciable del porcentaje de obligaciones denominadas en moneda local, aunque el endeudamiento del sector público seguirá siendo muy elevado tras el canje —en torno al 72% del PIB—, incluso si se excluye la deuda de los acreedores que no aceptaron la oferta. No obstante, el alivio derivado de este canje de deuda deberá venir acompañado por políticas económicas y reformas estructurales que sirvan para prolongar el ritmo de crecimiento logrado en el último ejercicio.

En fin, las favorables condiciones económicas y financieras actuales ofrecen a América Latina una oportunidad única para seguir avanzando en los procesos de reforma estructural que permitan a los países de la zona reducir sus principales vulnerabilidades y potenciar su capacidad de crecimiento, así como evitar el retorno a situaciones difíciles ante un eventual empeoramiento de la situación económica y financiera internacional.

## **5 Los países europeos no pertenecientes al área del euro**

Con la ampliación de la Unión Europea el 1 de mayo de 2004, son ya trece los países de la UE que no pertenecen al área del euro, toda vez que los diez nuevos Estados miembros han venido a sumarse al Reino Unido, Dinamarca y Suecia. Aunque se trata de un grupo de países bastante heterogéneo, cabe señalar, como característica general, que la mayoría de ellos experimentaron una aceleración de su crecimiento durante 2004 y mantuvieron saldos de las balanzas corrientes deficitarios, lo que no impidió apreciaciones generalizadas de los tipos de cambio frente al dólar y, en algún caso, frente al euro.

El Reino Unido mostró en 2004 una aceleración del crecimiento del PIB hasta el 3,1%, aunque con un perfil descendente a lo largo del año, a medida que los aumentos de los tipos de interés fueron incidiendo sobre la economía, en particular sobre los precios de la vivienda, cuya desaceleración a partir de la segunda mitad del año tendió a frenar el avance del consumo privado (véase cuadro 2.1). Con todo, la demanda interna siguió siendo el principal motor del crecimiento, apoyada en un consumo privado todavía elevado y el repunte de la inversión y del gasto público. El sector exterior volvió a tener una contribución negativa al crecimiento, con una aceleración de las importaciones en 2004 mayor que la de las exportaciones.

El mercado laboral continuó mostrando un muy buen comportamiento, con una nueva reducción de la tasa de paro hasta el 4,7%, que constituye el mínimo en casi treinta años, mientras que la inflación también se mantuvo contenida en 2004. Así, el incremento promedio anual del IPC armonizado fue del 1,3%, algo inferior al de 2003 y muy por debajo del objetivo del 2%. Sin embargo, ante el auge persistente de los precios de la vivienda y en previsión de incrementos de la inflación a medio plazo, el Banco de Inglaterra continuó elevando el tipo de interés oficial, cuyo aumento en el año fue de 100 puntos básicos, hasta el 4,75%, nivel en el que se mantuvo, no obstante, desde el mes de agosto, a la vista de la desaceleración de la economía en general y del mercado de la vivienda en particular. Por su parte, el déficit público se redujo ligeramente, hasta el 3,2% del PIB, por el efecto favorable de la actividad económica sobre los ingresos, mientras que el déficit por cuenta corriente siguió ampliándose en 2004, hasta alcanzar el 2,2% del PIB, dos décimas más que el año anterior, lo que mantiene al Reino Unido como el país con el segundo mayor déficit exterior en valor absoluto, después de Estados Unidos. En un marco macroeconómico favorable, el endeudamiento de los hogares siguió creciendo intensamente, hasta alcanzar el 145% de su renta disponible a mediados de año. A partir de entonces, tuvo lugar cierta desaceleración, en parte como consecuencia de las subidas de tipos de interés acumuladas en 2003 y 2004.

En Suecia y Dinamarca se observó una aceleración del crecimiento en 2004 por la mayor aportación de la demanda interna, apoyada en el consumo y la inversión, mientras que la contribución del sector exterior fue negativa en Dinamarca y muy positiva en Suecia. La tasa de inflación armonizada se estabilizó en niveles muy moderados, lo que permitió el mantenimiento del tono expansivo de sus políticas monetarias. Por su parte, los superávits fiscales aumentaron en ambos países, que también mantuvieron excedentes por cuenta corriente, especialmente cuantioso en el caso de Suecia.

Los diez nuevos Estados miembros tuvieron un crecimiento del 4,8%, en conjunto, frente al 3,8% en 2003 (véase gráfico 2.8). En la mayor parte de ellos el ritmo de expansión fue superior

al de 2003, y, al igual que en el año precedente, el dinamismo de la actividad fue especialmente destacable en Polonia y los países bálticos. El crecimiento se basó fundamentalmente en el buen comportamiento de la demanda interna, tanto del consumo como de la inversión, mientras que la contribución de la demanda externa fue reducida o ligeramente negativa en casi todos los países, a pesar del buen tono alcanzado por los flujos de comercio exterior.

Las tasas de inflación aumentaron en la mayoría de los países. Las subidas más elevadas se produjeron en la primera mitad del año, debido, entre otros factores, a los precios de los alimentos, a la liberalización de algunos precios administrados y a la subida de impuestos indirectos como consecuencia de la entrada en la UE. Sin embargo, desde mediados de año se inició una tendencia generalizada hacia la moderación de precios (véase gráfico 2.8). En diciembre de 2004, la tasa interanual de inflación fue del 4,2%, casi el doble que la del área del euro, frente al 2,8% de diciembre de 2003, aunque con diferencias notables entre países. En línea con la evolución de la inflación, los tipos de interés oficiales aumentaron también en la mayor parte de los países en la primera parte del año, y posteriormente se mantuvieron estables e incluso se redujeron en Hungría y Eslovaquia, debido a la fuerte tendencia a la apreciación de sus monedas.

Merece destacarse que Eslovenia, Estonia y Lituania se incorporaron el 28 de junio de 2004 al Mecanismo de Tipos de Cambio II, con unas bandas de fluctuación del  $\pm 15\%$ , aunque Estonia y Lituania mantuvieron su régimen de tipo de cambio fijo o Caja de Conversión (*Currency Board*) frente al euro como compromiso unilateral dentro del mecanismo. Los tipos de cambio de estas monedas se mantuvieron muy estables en torno a sus paridades centrales. En un contexto de fuertes entradas netas de capitales, el resto de las monedas con tipos de cambio flexibles —el florín húngaro, el zloty polaco, la corona checa y la corona eslovaca— registraron una apreciación frente al euro, que fue aún mayor en términos de tipo de cambio efectivo real dada la debilidad del dólar y los diferenciales de inflación de estos países con el área del euro (véase gráfico 2.3).

En el ámbito de las finanzas públicas se cumplieron, en general, los objetivos de déficit público fijados en los Programas de Convergencia, que en la mayor parte de los casos contemplaban una disminución respecto al ejercicio precedente. A pesar de ello, la mitad de los nuevos Estados miembros mantienen todavía déficits presupuestarios superiores al 3% del PIB.

Los déficits por cuenta corriente se mantuvieron o incluso aumentaron en muchos de estos países, hasta situarse por encima del 4% del PIB en la mayoría de ellos e incluso alrededor del 10% del PIB en los países bálticos y Hungría, aunque la mejora registrada en Polonia y la República Checa hizo que la media del área se mantuviera aproximadamente constante (véase gráfico 2.8). Si bien los déficits comerciales mejoraron en muchos países tras la adhesión a la UE, los elevados pagos por rentas a los inversores no residentes han empeorado el saldo de sus balanzas corrientes. Estos déficits se financiaron parcialmente con entradas de inversión exterior directa, que volvieron a incrementarse en 2004, aunque no resultaron suficientes, por lo que la deuda externa también aumentó en algunos países. Los elevados y persistentes niveles de déficit por cuenta corriente, ligados en muchos casos a fuertes entradas de capitales atraídos por las favorables perspectivas dentro de la UE, constituyen sin embargo uno de los elementos de vulnerabilidad principal de este grupo de países, máxime a la luz de la fuerte tendencia a la apreciación de sus monedas en los últimos trimestres, que podría generar problemas de competitividad en algunas de estas economías.

En cuanto a los países candidatos a la UE, en el Consejo Europeo de diciembre de 2004 se decidió que Bulgaria y Rumania se incorporasen a la UE en enero de 2007, y que Croacia y

Turquía iniciasen las negociaciones de adhesión durante 2005. En el caso de Turquía, la economía de mayor dimensión y potencial de entre los Estados candidatos, siguió mostrando una notable recuperación económica, con una aceleración del crecimiento del PIB en 2004 hasta el 8,9%, asentada en un fuerte aumento del consumo y la inversión y apoyada en el cumplimiento, en general satisfactorio, de su programa con el FMI. La tasa de inflación siguió disminuyendo, hasta alcanzar el 9,3% en diciembre de 2004, por debajo del objetivo del 12%, lo que permitió que se redujeran los tipos de interés. Sin embargo, el incremento del déficit por cuenta corriente, hasta el 5,2% del PIB, y la sostenibilidad de la deuda pública se presentan como los dos problemas más importantes de la economía turca. Para profundizar en su saneamiento, se ha acordado recientemente un nuevo programa con el FMI para los tres próximos años, por una cuantía aproximada de 10.000 millones de dólares.

Por último, en Rusia el PIB creció un 7,3% en 2004, tasa ligeramente inferior a la de 2003, gracias a la contribución positiva tanto de la demanda interna como de la externa, aunque tuvo lugar cierta desaceleración en la segunda mitad del año. Este resultado se vio apoyado en la evolución favorable del precio del crudo: los fuertes ingresos relacionados con el petróleo no solo han contribuido al crecimiento, sino que han ampliado el ya elevado superávit por cuenta corriente y el superávit público hasta el 10,1% y 3,8% del PIB, respectivamente. Por su parte, continuó la apreciación del tipo de cambio y el intenso ritmo de acumulación de reservas, que se incrementaron un 71%, hasta alcanzar los 125.000 millones de dólares en diciembre de 2004. La falta de esterilización de este aumento de reservas por parte del banco central contribuyó a frenar el proceso de reducción de la inflación, que se situó en diciembre en el 11,7%, por encima del objetivo del banco central, del 10%. El mantenimiento de las presiones inflacionistas constituye, por tanto, uno de los principales riesgos de la economía rusa en el corto plazo. Desde una perspectiva de medio y largo plazo, resulta de especial importancia el avance de las reformas estructurales, especialmente las referidas al sector bancario, que permitan una revitalización de la inversión y el afianzamiento del crecimiento.

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

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

En 2004 continuó el proceso de recuperación económica en el área del euro iniciado a mediados del año anterior, con un crecimiento del PIB del 1,8%. No obstante, las señales favorables que al comienzo del ejercicio habían alimentado las expectativas de que la actividad iría ganando dinamismo a lo largo del año fueron dando paso a una mejoría modesta y vacilante del producto en el segundo semestre. La falta de empuje estuvo motivada, en parte, por dos factores exógenos, como son el encarecimiento del petróleo y la apreciación acumulada del euro, aunque otros elementos de naturaleza estructural, como la incertidumbre sobre las perspectivas de renta de los agentes en algunas economías del área, también han obstaculizado el crecimiento del gasto de consumo e inversión. Este factor resulta más visible si se consideran las favorables condiciones financieras que han existido en la zona del euro, pues los tipos de interés a corto y a largo plazo han estado situados en niveles históricamente bajos, tanto en términos nominales como reales.

La inflación de la UEM se situó, al igual que en 2003, en el 2,1%, pese al escaso pulso de la demanda y la infrautilización de recursos en el mercado de trabajo. En realidad, esa persistencia se debió, principalmente, a la continua escalada del precio del petróleo y a los aumentos de precios administrados e impuestos indirectos llevados a cabo en algunos países de la UEM. De hecho, el notable grado de moderación salarial que ha seguido observándose en el área en 2004 —con un crecimiento del salario real muy por debajo del de la productividad por empleado— ha permitido limitar los efectos inflacionistas derivados del encarecimiento de la energía, a lo que también ha contribuido la apreciación experimentada por el euro en el conjunto del año.

Las dificultades de la economía europea para incorporarse a una senda de crecimiento sostenido sugieren la existencia de problemas que lastran el crecimiento potencial, lo que subraya la necesidad de acometer reformas estructurales, así como de afianzar un grado de disciplina fiscal que sitúe a las finanzas públicas en una posición propicia para hacer frente a los efectos del envejecimiento de la población. Si bien existe un consenso elevado sobre este diagnóstico, se echa en falta una determinación similar para poner en marcha las medidas que permitan mejorar la capacidad de adaptación de la economía europea e imprimirle un mayor dinamismo. Las perspectivas para 2005 apuntan a una continuación del proceso de recuperación económica, sobre la base de un crecimiento relativamente alto del comercio mundial y de una gradual mejora de la confianza de los agentes, pero a un ritmo todavía lento.

#### 1.1 LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

En el transcurso de 2004, el crecimiento del PIB fue elevado en el primer semestre en la medida en que se prolongó el dinamismo de la actividad que había comenzado en 2003, y su tasa de variación se aproximó a la del producto potencial, apoyada en la evolución favorable del sector exterior, ya que la demanda interna no mostró un repunte apreciable (véase el cuadro 3.1). En el segundo semestre, sin embargo, en un contexto de menor crecimiento del comercio mundial y de aumento de la incertidumbre, provocado por el fuerte incremento de los precios del petróleo, el producto experimentó una desaceleración, causada por el peor comportamiento de las exportaciones y el dinamismo de las importaciones. Por su parte, la demanda interna incrementó su aportación al PIB, como consecuencia, fundamentalmente, de la mayor acumulación de existencias por parte de las empresas y, en menor medida, de la recuperación de la inversión en bienes de equipo.

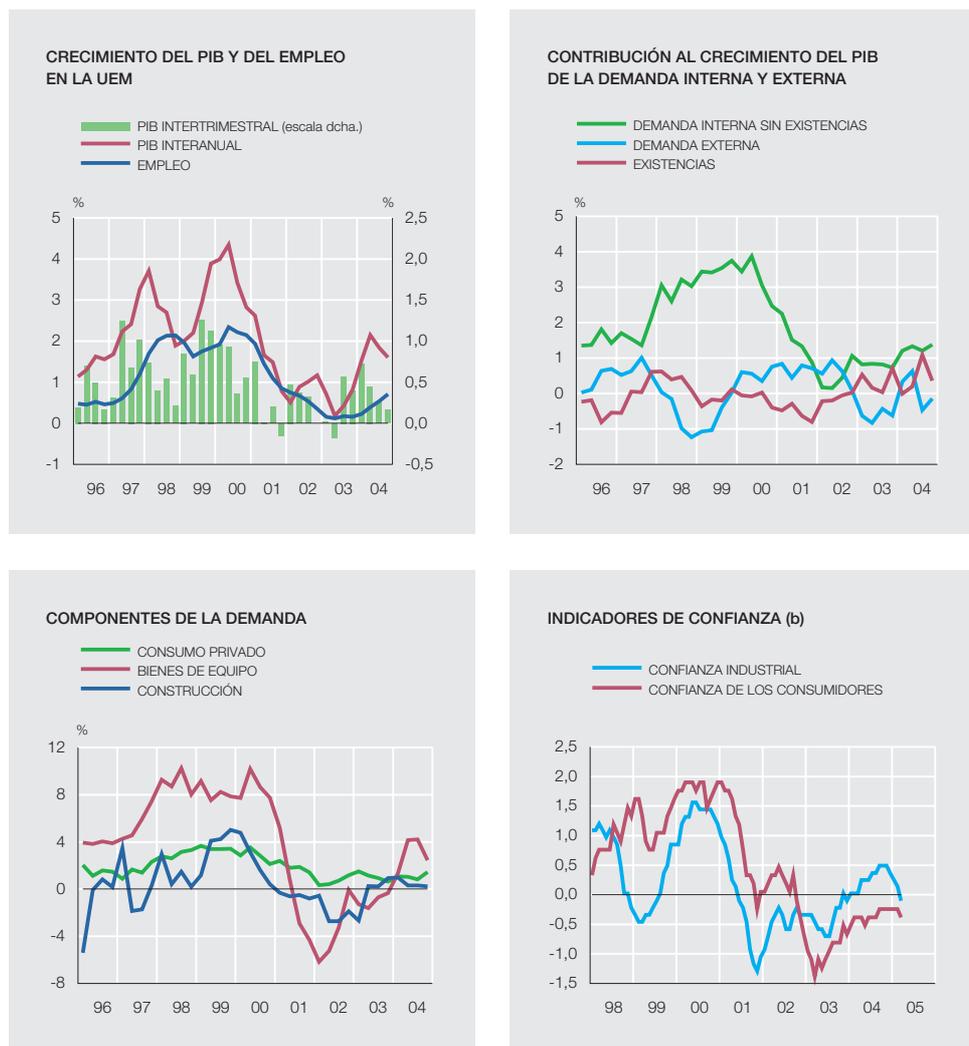
En relación con el año anterior, la demanda interna sin existencias incrementó en 2004 su contribución al crecimiento del PIB en 0,5 puntos porcentuales (pp), hasta los 1,3 pp. Ese aumento se

	2002	2003	2004	2004			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>DEMANDA Y PRODUCTO</b>							
Producto interior bruto	0,9	0,5	1,8	0,7	0,5	0,3	0,2
<i>Consumo privado</i>	0,7	1,1	1,1	0,7	0,0	0,1	0,6
<i>Consumo público</i>	3,1	1,6	1,6	0,2	0,3	0,6	0,2
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	-2,5	-0,5	1,6	-0,2	0,5	0,5	0,6
<i>Exportaciones</i>	1,9	0,5	5,8	1,4	3,1	1,0	0,3
<i>Demanda final</i>	0,8	1,0	2,9	0,6	1,1	0,9	0,3
<i>Importaciones</i>	0,5	2,3	6,0	0,3	2,9	2,6	0,7
<b>Contribuciones al crecimiento del PIB (b)</b>							
<i>Demanda interna sin existencias</i>	0,5	0,8	1,3	0,4	0,2	0,3	0,5
<i>Variación de existencias</i>	-0,1	0,4	0,4	-0,1	0,1	0,6	-0,2
<i>Demanda externa</i>	0,6	-0,6	0,1	0,4	0,2	-0,6	-0,1
<b>PRECIOS Y COSTES (c)</b>							
Precios de consumo (media anual)	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,2	2,3
Deflactor de la demanda final	1,4	1,2	1,7	0,9	1,9	2,0	2,1
Deflactor del PIB	2,5	2,1	2,0	2,0	2,2	1,8	1,8
Costes laborales unitarios	2,2	2,0	0,9	1,2	0,8	0,5	1,1
Remuneración por asalariado	2,5	2,4	2,2	2,6	2,6	1,8	2,0
Productividad del trabajo	0,3	0,4	1,3	1,3	1,8	1,3	0,9
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)</b>							
Gastos totales	48,6	49,1	48,5				
<i>Gastos corrientes</i>	44,1	44,5	44,0				
<i>Gastos por intereses</i>	3,7	3,5	3,3				
<i>Inversión pública</i>	2,5	2,6	2,6				
Ingresos totales	46,1	46,3	45,7				
Déficit (-)/superávit (+) primario	1,2	0,6	0,6				
Déficit (-)/superávit (+)	-2,4	-2,8	-2,7				
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>							
Empleo total	0,6	0,1	0,5	0,1	0,3	0,2	0,2
Paro (e)	8,2	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
<b>BALANZA DE PAGOS (d)</b>							
Cuenta corriente	0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7

FUENTES: BCE y Comisión Europea.

- 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.

debió exclusivamente al repunte de la formación bruta de capital fijo, especialmente en bienes de equipo, mientras que el consumo privado y el público crecieron a tasas similares a las del año anterior. En efecto, en 2004 se mantuvo la atonía del consumo privado, que alcanzó una tasa del 1,1%, en línea con el crecimiento de la renta disponible de los hogares, lo que supuso el mantenimiento de la tasa de ahorro. La moderada expansión de la renta disponible se debió al escaso dinamismo del empleo y a la desaceleración de la remuneración por asalariado. Además, el alza de la inflación causada por el incremento del precio del petróleo a partir del segundo trimestre redujo el poder adquisitivo de las familias. La estabilidad de la tasa de ahorro señala que el gasto de las familias en bienes de consumo no reaccionó a las favorables condiciones financieras y monetarias que prevalecieron en 2004 ni al aumento de la riqueza derivado de la recuperación de los mercados bursátiles y del incremento de los precios de la vivienda, que resultó particularmente intenso en algunos países. Este comportamiento cauteloso de las familias parece indicar que



FUENTES: BCE, Comisión Europea y Banco de España.

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

la debilidad del consumo privado estuvo vinculada, al menos en algunas economías del área, al mantenimiento de unos niveles de confianza reducidos, ante la escasa creación de empleo y la incertidumbre existente sobre la evolución futura de las rentas, ligada, probablemente, a las dudas sobre el dinamismo de la productividad y sobre la viabilidad de los actuales sistemas públicos de pensiones y de cobertura sanitaria.

La formación bruta de capital fijo aumentó un 1,6% en 2004, tras los descensos que había registrado los tres años anteriores. La recuperación fue algo más intensa en la adquisición de bienes de equipo, que fue adquiriendo vigor a lo largo del año, aunque a un ritmo relativamente modesto (véase gráfico 3.1). El avance de la inversión en equipo se sustentó en la mejora de las expectativas de demanda —especialmente de la procedente del exterior—, la recuperación de los beneficios empresariales y la favorable evolución del coste de financiación de las empresas, que se reflejó en el mantenimiento de unos bajos tipos de interés, el estrechamiento de los diferenciales de rentabilidad de los bonos corporativos y los incrementos de las cotizaciones bursátiles. En estas circunstancias, la timidez de la recuperación podría hallarse asociada a la posibilidad de que algunas empresas estén todavía ajustando sus ratios de endeudamiento, lo que limita su propensión a acometer planes de inversión que

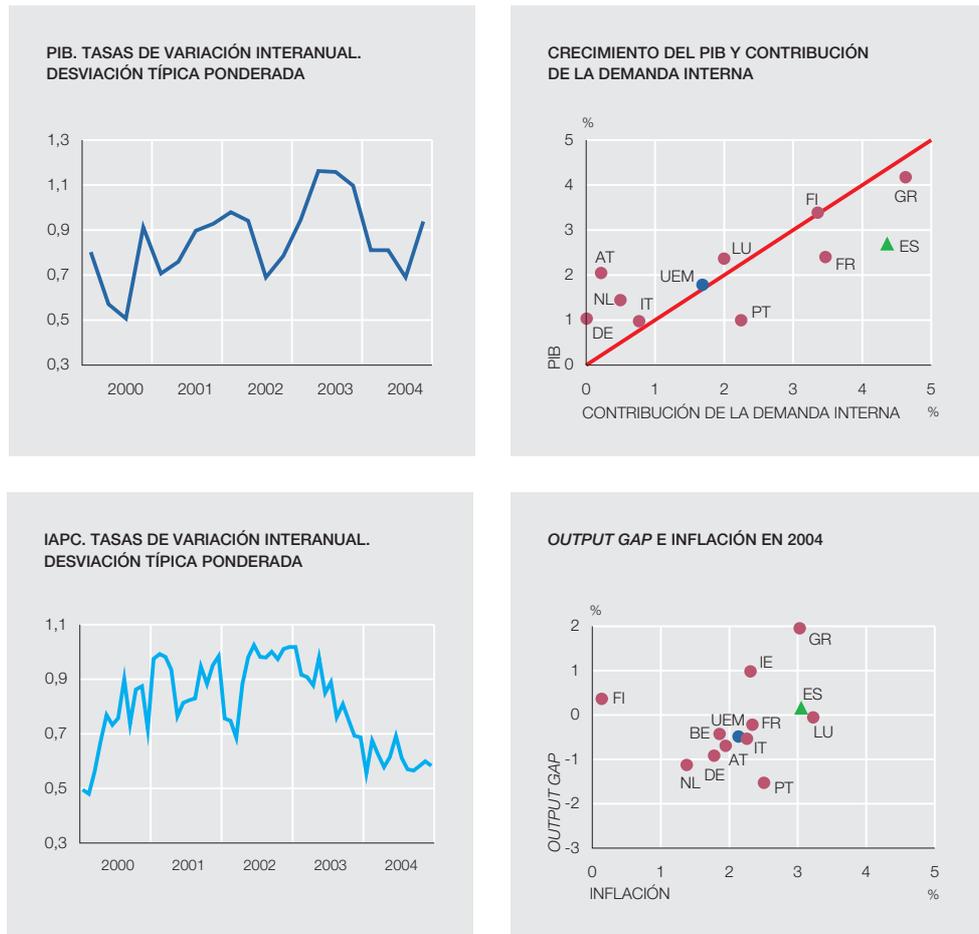
requieran financiación ajena. El escaso crecimiento del crédito empresarial parece avalar esta hipótesis. Por su parte, la inversión en construcción apenas se recuperó, afectada, de nuevo, por la persistente evolución negativa de ese componente del PIB en Alemania. Además, hay que destacar la sustancial aportación positiva de la variación de existencias al crecimiento del producto, por segundo año consecutivo. Este incremento de los inventarios, en la medida en que sea involuntario, podría ser indicativo de unas expectativas excesivamente optimistas por parte de las empresas acerca de la recuperación de la demanda, que, finalmente, no se cumplieron.

La aportación del saldo exterior neto al crecimiento del PIB en 2004 fue nula, tras haber contribuido negativamente en el año anterior. Se observó un fuerte crecimiento de las exportaciones —del 5,8%—, impulsado por la fortaleza de la expansión de la economía mundial. En consonancia con la apreciación acumulada del euro, el crecimiento de las ventas al exterior fue inferior al de las exportaciones mundiales, con lo que, a lo largo de 2004, la UEM volvió a perder cuota de mercado en los mercados internacionales, en favor, sobre todo, de países asiáticos (en particular, China) y de Europa central y oriental. Las importaciones también se recuperaron, aunque de forma algo menos intensa que las ventas al exterior, en línea con la moderada expansión de la demanda final y gracias al abaratamiento de los productos extranjeros causado por la apreciación del tipo de cambio. Como resultado de este comportamiento de los flujos comerciales, el superávit de la balanza por cuenta corriente se incrementó 0,3 puntos porcentuales, hasta el 0,6% del PIB.

Durante 2004, todos los países de la UEM, con la única excepción de Grecia, registraron un crecimiento del PIB superior al del año precedente. La recuperación del producto fue más intensa en los países con un peor comportamiento en 2003, lo que permitió una reducción de la dispersión de las tasas de crecimiento (véase gráfico 3.2), aunque esta continúa siendo relativamente elevada. En todo caso, se observaron mayores divergencias en la composición del crecimiento de los países, lo cual está relacionado, en parte, tal como se explica en el recuadro 3.1, con los distintos niveles de competitividad de las economías, que repercuten en la respuesta del comercio exterior a las condiciones de precios y demanda.

En Alemania, Holanda y Austria, la mejora de la actividad se basó en la fortaleza de sus exportaciones, mientras que en países como España y Francia empeoró la aportación de la demanda exterior neta al PIB y la demanda interna se expandió a un mayor ritmo. Un año más, los resultados agregados del área del euro se vieron fuertemente afectados por la situación en Alemania, donde el consumo privado y la formación bruta de capital registraron, por tercer año consecutivo, tasas negativas. En Francia, por el contrario, la expansión del producto se basó en un repunte de la inversión y del gasto de las familias; en este último caso, a pesar del crecimiento nulo del empleo y en consonancia con el descenso de la tasa de ahorro. Finalmente, Italia fue el país en el que la recuperación del PIB registró una menor intensidad, con una aportación ligeramente positiva del sector exterior, que, sin embargo, no se derivó del ímpetu de las exportaciones, que mantuvieron una tasa de avance reducida, sino de la atonía de las compras al exterior, en línea con el escaso dinamismo que evidenciaron el consumo y la inversión.

El mercado de trabajo de la UEM siguió mostrando en 2004 una notable debilidad, con un ritmo de crecimiento del empleo del 0,5% y con la tasa de paro en un nivel similar al de 2003 (8,8% de la población activa). El aumento de la productividad (1,3%) se situó, por tanto, muy por encima de la tasa registrada en los años anteriores. El escaso dinamismo del empleo en un contexto de moderación salarial es probablemente una señal de la reducida confianza de



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Banco de España.

las empresas sobre la fortaleza de la demanda. A ello también han podido contribuir las rigideces que aún persisten en los mercados de trabajo europeos, que entorpecen el ajuste de la contratación a las condiciones cíclicas de la economía. En 2004, se observó un ligero crecimiento de las horas trabajadas por empleado, tras la reducción que experimentaron en los años anteriores, lo que sugiere que ha sido en esta variable donde ha recaído parte del ajuste entre la fuerza laboral y la producción, más que en el número de empleados. Este comportamiento del empleo, no obstante, obedece a evoluciones dispares por sectores: mientras que en la industria se siguió destruyendo empleo —a pesar del dinamismo que registró su valor añadido—, en la construcción la ocupación empezó a recuperarse desde el segundo trimestre del año, y en los servicios de mercado la creación de empleo registró una cierta aceleración (véase gráfico 3.3).

Las perspectivas para los próximos trimestres apuntan a la continuación de la fase de recuperación económica —tras la desaceleración, posiblemente transitoria, registrada en la segunda mitad de 2004—, apoyada en el crecimiento relativamente elevado de la actividad mundial y en una gradual mejora de la confianza de los agentes, en un contexto de mantenimiento de condiciones financieras favorables y de moderación salarial. Entre los principales riesgos a los que se enfrenta este escenario, destacan, en el ámbito interno, la prolongación del clima de incertidumbre existente sobre la evolución futura del empleo y de la renta, y, en el ámbito externo, la posibilidad de nuevos incrementos de los precios del petróleo y el mantenimiento de los sustanciales desequilibrios macroeconómicos y financieros globales.

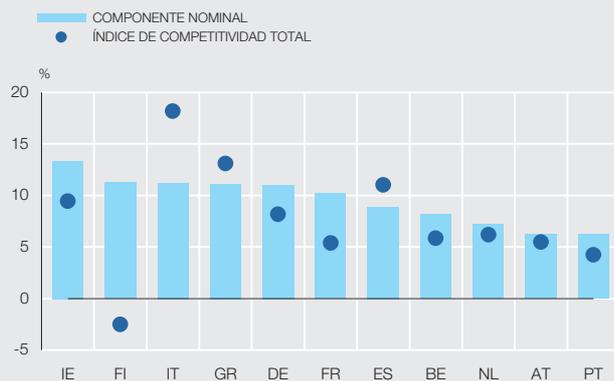
En 2004 continuó el proceso de apreciación del euro que se había iniciado a comienzos de la década. En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la apreciación acumulada por el euro entre el año 2000 y 2004 alcanzó el 21%. Esta trayectoria puede generar efectos distintos en la actividad económica de cada país del área, debido a las disparidades existentes en sus estructuras productivas y comerciales, y en el funcionamiento de sus mercados de factores productivos. En particular, la evolución en cada país del componente nominal del índice de competitividad (CNIC) —indicador equivalente al tipo de cambio efectivo nominal— depende, por una parte, del peso relativo del comercio intra-UEM (que no se ve afectado directamente por la apreciación del euro) y, por otra, de la composición geográfica del comercio extra-UEM. Como se observa en el gráfico 1, los países con un mayor porcentaje de comercio extra-área, como son Irlanda y Finlandia, son los que muestran una mayor apreciación de su CNIC. En el extremo contrario se sitúan Portugal, con un peso del comercio intra-área cercano al 70%, y Austria, que muestra fuertes lazos comerciales con los nuevos países miembros de la Unión Europea, cuyas divisas no han registrado, en general, grandes oscilaciones de valor frente al euro. La magnitud de las apreciaciones es muy inferior a la que ha registrado la UEM en su

conjunto, debido a que la variación del CNIC de cada país en la parte de su comercio con los demás países integrantes del área ha sido lógicamente nula.

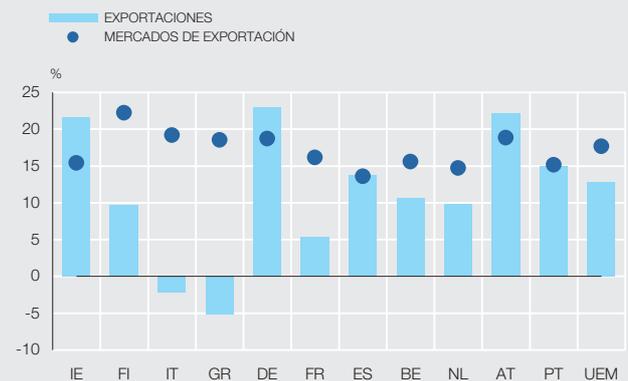
En términos del índice de competitividad total (ICT)<sup>1</sup> calculado con precios de exportación, la dispersión por países es mucho mayor que cuando se analiza solo el componente nominal, ya que su evolución difiere, además, por la distinta respuesta de los exportadores nacionales a la hora de fijar sus precios y por la evolución diferenciada de los precios de los competidores. La mayor parte de los países han reaccionado a la apreciación manteniendo o reduciendo levemente sus precios de exportación, lo que, unido a la evolución también moderada de los precios de los competidores, ha supuesto que la apreciación total sea algo menor que la nominal. Un caso extremo es Finlandia, donde se ha producido una depreciación del ICT, como consecuencia del fuerte descenso de sus precios de exportación, lo que puede estar relacionado con su especialización en productos en los que los intensos avances tecnológicos han propiciado una caída de costes y de precios.

1. El ICT incorpora, además del componente nominal, el de precios, y equivaldría, por tanto, al tipo de cambio efectivo real.

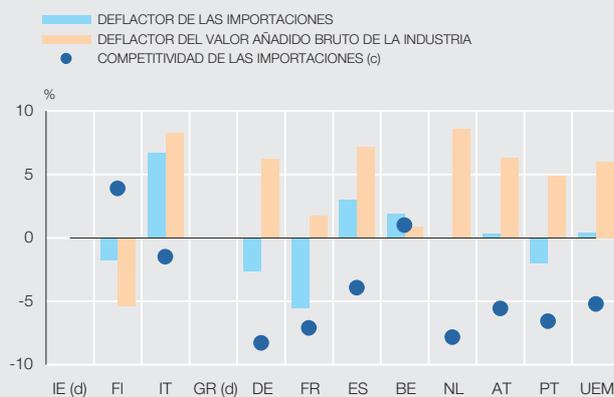
1. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD (a) (b)



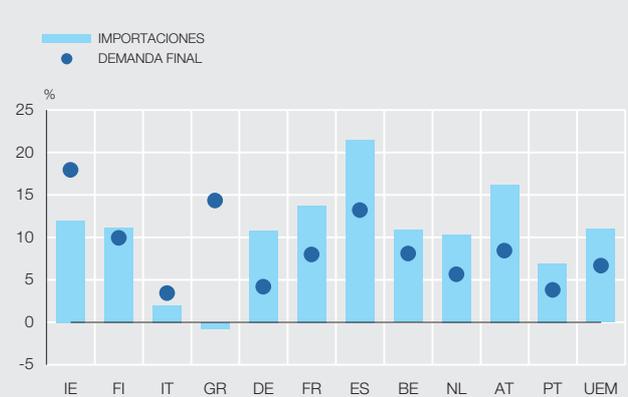
2. EXPORTACIONES Y MERCADOS DE EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS (a)



3. COMPETITIVIDAD DE LAS IMPORTACIONES FREENTE A LA PRODUCCIÓN NACIONAL (a)



4. IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS Y DEMANDA FINAL (a)



FUENTES: Comisión Europea y OCDE.

- a. Variación acumulada entre 2000 y 2004.
- b. Calculados frente a un grupo de 34 países industrializados.
- c. Cociente entre el deflactor de las importaciones y el del valor añadido bruto de la industria. Un descenso indica una ganancia de competitividad de las importaciones frente a la producción nacional.
- d. No se dispone de la información relativa a estos países.

Únicamente en tres países de la UEM —España, Italia y Grecia— la evolución de los precios relativos de exportación ha implicado un empeoramiento adicional de la competitividad.

La pérdida de competitividad ha repercutido en que gran parte de los países —así como la UEM en su conjunto— hayan registrado un crecimiento de las exportaciones inferior al de sus mercados, con una pérdida de cuota muy pronunciada para algunas economías, en la que han podido influir, además, otros aspectos relacionados con la estructura productiva<sup>2</sup> (véase gráfico 2). En particular, en Italia y Grecia, la pérdida de cuota se explica por la sustancial apreciación de su ICT, pero también por su especialización en sectores de contenido tecnológico más bajo, con un menor crecimiento de la demanda y una mayor competencia de los mercados emergentes. Una situación análoga se observa en Francia, como resultado de la atonía de la demanda de turismo y la alta especialización que presenta en la industria aérea, una de las más afectadas por la inestabilidad geopolítica reciente. Finlandia es un caso anómalo, ya que registra una pérdida de cuota a pesar de la mejora de su competitividad, lo que puede ser resultado de la concentración de sus exportaciones en el sector de equipos de comunicaciones, cuya demanda se ha moderado en los últimos años. Por el contrario, en otros países, como Irlanda, Alemania y Austria, las ventas al exterior han aumentado a un ritmo algo mayor que el de sus mercados, a pesar de las pérdidas de competitividad. En el caso alemán, su especialización en la producción de bienes de capital le ha permitido atender a la mayor demanda de dichos bienes procedente de los países emergentes, en los que la inversión ha registrado un gran dinamismo. También es probable que la mayor integración comercial con los nuevos miembros de la UE, impulsada por la deslocalización de la

producción y el consiguiente aumento de la inversión directa, justifique esta evolución de las exportaciones.

Junto a estos efectos, debe considerarse que la apreciación del CNIC abarata las importaciones y favorece un proceso de sustitución de la producción interna en favor de la importada. Como se observa en el gráfico 3, los precios de los productos nacionales —aproximados por el deflactor del valor añadido bruto de la industria, ya que gran parte de las importaciones son bienes industriales— han aumentado en casi todos los países en mayor magnitud que los de los productos de importación. Ese comportamiento de los precios relativos se ha reflejado en la UEM, y en la mayor parte de los países, en incrementos de las importaciones superiores a los de la demanda final (véase gráfico 4). La penetración de las importaciones ha sido especialmente intensa en Alemania, Holanda, Francia y España, en línea con el peor comportamiento de los precios relativos. Por el contrario, la producción nacional ha ganado peso en la demanda final en Irlanda, Grecia e Italia. La situación en Grecia es consecuencia de que el aumento de la demanda final se ha basado, en gran parte, en una expansión de la inversión en vivienda y en obra pública, que se caracterizan por una utilización relativamente reducida de productos importados.

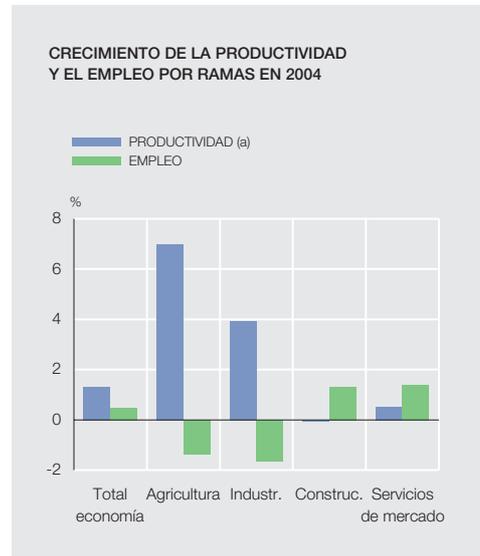
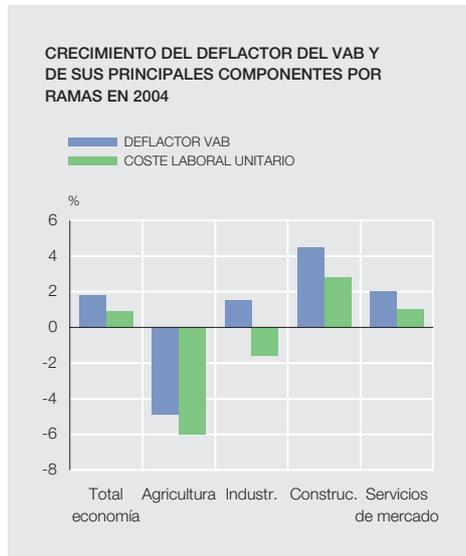
En el conjunto de la UEM, la prolongada apreciación que ha registrado el tipo de cambio del euro se ha traducido en un descenso de la cuota de exportaciones y en un incremento de la penetración de importaciones. Sin embargo, cuando se analiza la repercusión de la apreciación en los diferentes países integrantes de la UEM, se observa que esta, lejos de representar una perturbación simétrica, ha afectado de forma diversa a cada país, en función de los distintos factores que se han señalado, lo que puede explicar parte de las divergencias percibidas en los ritmos de crecimiento de la actividad.

2. La evolución reciente de la cuota de exportación de España se analiza con detalle en el recuadro 1.3

## 1.2 PRECIOS Y COSTES

En 2004, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la UEM registró un crecimiento medio del 2,1%, idéntico al experimentado el año anterior, aunque, como se observa en el gráfico 3.3, con un perfil interanual diferente, marcado por las fuertes y continuas subidas del precio del petróleo, así como por las medidas fiscales emprendidas por diversos gobiernos de la UEM, que supusieron aumentos en impuestos indirectos y precios administrados. La brusca aceleración de los precios del componente energético dio lugar a que, en el mes de mayo, la inflación de la UEM repuntara hasta el 2,5%, manteniéndose en niveles superiores al 2% el resto del año. A esta persistencia de la inflación también contribuyeron los componentes menos volátiles del IAPC, cuyas tasas de variación permanecieron estables o incluso aumentaron ligeramente. En concreto, este es el caso de los precios de los servicios, tal y como se describe en el recuadro 3.2.

A diferencia de los precios de consumo, el crecimiento del deflactor de la demanda final aumentó casi medio punto por encima de la tasa de variación registrada un año antes, hasta el 1,5%, debido a la evolución más inflacionista del componente exterior, como consecuencia del fuerte aumento del precio del petróleo, ya que el componente doméstico de la inflación, aproximado por el deflactor del PIB, se desaceleró.



FUENTES: BCE, Eurostat y estadísticas nacionales.

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

En relación con la formación de los precios interiores de la economía, el repunte de la productividad del trabajo junto con el menor crecimiento de la remuneración por asalariado —que en media del año fue del 2,2%, dos décimas menos que en 2003—, dio lugar a un incremento muy pequeño de los costes laborales unitarios (CLU). En efecto, la atonía que siguió caracterizando al mercado de trabajo europeo y la presión que para las empresas supone la creciente competencia internacional y la apreciación del tipo de cambio contribuyeron a mantener contenidas las demandas salariales, limitando, además, la posibilidad de que las continuas subidas del precio de la energía se tradujeran en mayores incrementos salariales. El escaso crecimiento de los CLU permitió una notable ampliación de los márgenes empresariales, que venían registrando en los últimos años un crecimiento casi nulo como consecuencia de los esfuerzos de las empresas para hacer frente a la reciente etapa de desaceleración económica en la UEM, así como a las pérdidas de competitividad derivadas de la apreciación del euro.

En 2004, la tasa de inflación de la UEM permaneció por encima del nivel que el BCE considera compatible con su objetivo de estabilidad de precios (2%), cerrando el año en el 2,4%. En ese período, su evolución se vio condicionada por la de sus componentes más volátiles, en especial por las notables alzas registradas en el precio de la energía. Sin embargo, un factor que también ha entorpecido la desaceleración de la tasa de inflación en los últimos años ha sido el mantenimiento de un ritmo de crecimiento de los precios de los servicios relativamente elevado, que se sitúa desde 2001 por encima del 2,5% y que es, además, ligeramente creciente desde finales de 2003. El comportamiento de los precios de este componente es muy relevante, puesto que tiene un peso sustancial en la cesta de consumo del IAPC (41%).

Es habitual que los incrementos de los precios de los servicios superen a los de los bienes industriales y que constituyan el componente más inflacionista del IAPC (véase gráfico 1), lo que se atribuye al menor grado de competencia que existe en ese sector, así como también al menor crecimiento de la productividad que suele presentar. Además, en un contexto como el actual, donde el euro acumula

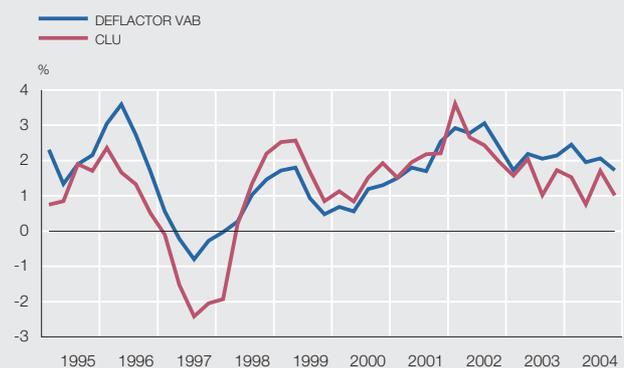
una significativa apreciación, los precios de los servicios se benefician en menor medida que otros sectores del abaratamiento de los bienes importados, al utilizarlos en una menor proporción. De hecho, se observa que los precios de los servicios responden, en gran medida, a la evolución de los costes laborales unitarios (CLU). Así, la correlación entre la tasa de variación interanual del componente de servicios del IAPC y la de los CLU del sector de servicios de mercado es positiva, con un valor contemporáneo de 0,5, que se incrementa conforme aumenta el número de trimestres de retraso considerados en la tasa de crecimiento de los CLU (esto es, el crecimiento de los CLU estaría adelantando el del IAPC de servicios). También se percibe una elevada correlación entre el deflactor del valor añadido de los servicios de mercado y los CLU de dicho sector, excepto en el período más reciente, en el que la ralentización de los CLU no se ha trasladado a los precios, sino a un reforzamiento de los márgenes (véase gráfico 2).

Desde la perspectiva de los costes, el crecimiento del deflactor del valor añadido de servicios de mercado también ha sido superior al del deflactor del sector industrial, tanto desde el inicio de la UEM

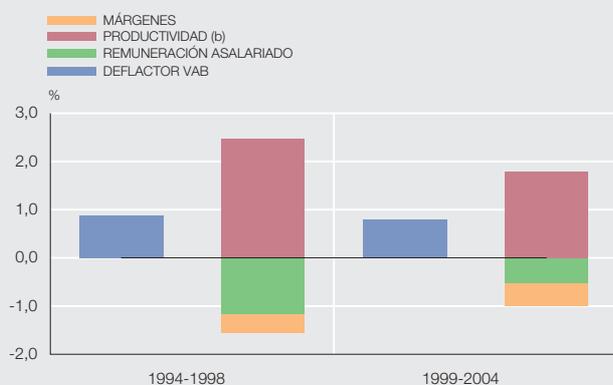
1. PRECIOS (a)



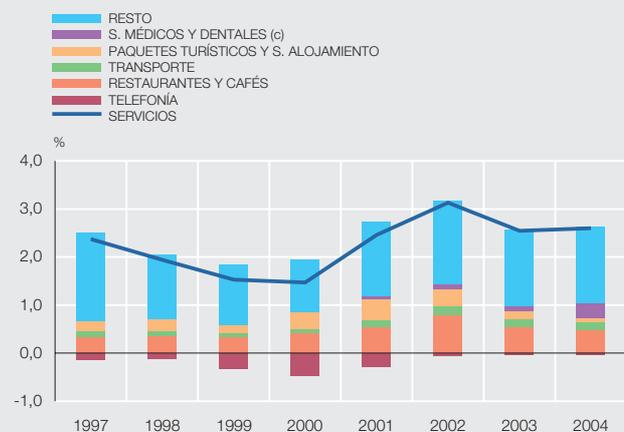
2. DEFLACTOR DEL VAB Y CLU DEL SECTOR SERVICIOS DE MERCADO (a)



3. DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DEL DEFLACTOR SERVICIOS DE MERCADO-INDUSTRIA



4. CONTRIBUCIONES A LA TASA DE VARIACIÓN MEDIA ANUAL DEL IAPC DE SERVICIOS DE LA UEM



FUENTE: Eurostat.

- a. Tasas de variación interanual.
- b. Cambiada de signo.
- c. Sólo se dispone de datos desde 2001.

como en el período inmediatamente anterior, explicándose esa diferencia, fundamentalmente, por el mayor crecimiento de la productividad del trabajo registrado en la industria, en comparación con el sector servicios, especialmente en el primer período (véase gráfico 3). Así, aunque el crecimiento de la remuneración por asalariado ha sido, en general, inferior en el sector servicios, no ha sido suficiente para evitar un aumento de los CLU mayor que en la industria. A su vez, este mayor crecimiento de los CLU en los servicios se ha trasladado en gran parte a los precios finales de los servicios, porque el crecimiento de los márgenes en este sector solo ha sido ligeramente inferior al que se ha registrado en la industria.

No obstante, la aceleración del componente de servicios del IAPC del área del euro desde diciembre de 2000 —cuando alcanzó una tasa de crecimiento del 2,2%, tras el 1,3% del mes precedente— se debe, en parte, a la sucesión de una serie de factores específicos y transitorios, que han afectado a algunas de las partidas de mayor peso que lo integran (véase gráfico 4). A medida que en 2003 esos efectos fueron desapareciendo, el IAPC de servicios mostró una marcada senda de desaceleración, que, sin embargo, se truncó nue-

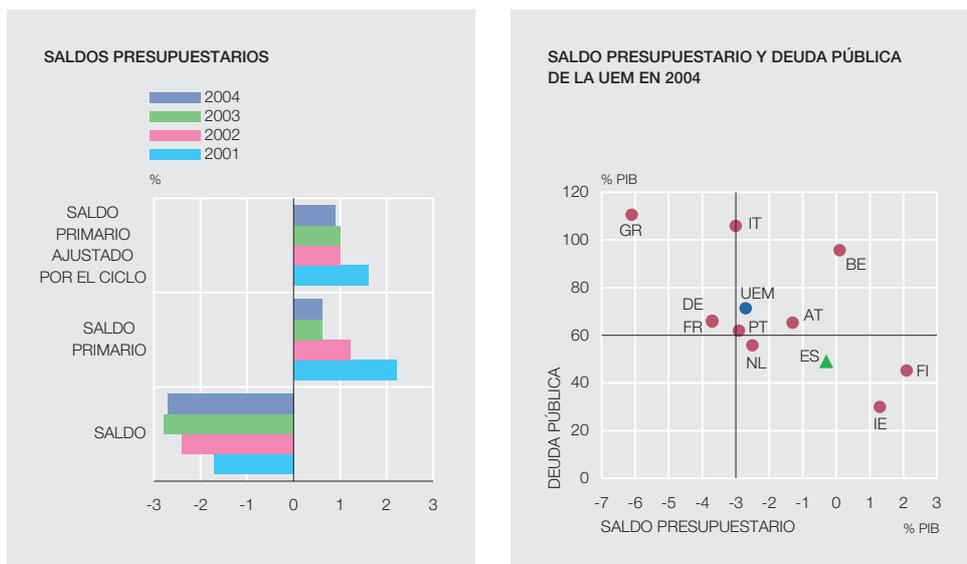
vamente en 2004, sobre todo como consecuencia de la reforma sanitaria llevada a cabo en Alemania (que se trasladó de forma notable a los precios de los servicios médicos y dentales) y del impacto de la subida del precio del petróleo sobre los servicios de transporte (especialmente, sobre el transporte aéreo).

En cualquier caso, incluso descartando esos efectos transitorios, los incrementos de precios en numerosas partidas del sector servicios siguen mostrando persistentemente tasas elevadas y una escasa sensibilidad a la debilidad de la demanda interna, lo que puede ser consecuencia de la menor competencia a la que se enfrentan algunas de estas actividades. La importancia de este sector en la cesta de bienes de consumo y su impacto sobre la inflación general suponen, además, un obstáculo para el fomento de la competitividad en el conjunto de la economía, por lo que se hace necesario profundizar en las reformas cuyo objetivo es dotar de más flexibilidad y apertura a este sector, como la recientemente propuesta por la Comisión Europea para liberalizar la prestación de servicios en la UE, que ha sido acogida con reservas por el Consejo Europeo de marzo pasado.

Como se refleja en el gráfico 3.3, todas las ramas productivas experimentaron una ampliación de márgenes, aproximados por la diferencia entre el deflactor del valor añadido y los costes laborales unitarios. En las ramas de la agricultura y de la industria, la destrucción de empleo impulsó adicionalmente el crecimiento de la productividad y la reducción de los CLU. En la rama de servicios de mercado, por su parte, la aceleración de la productividad fue mucho menor y la recuperación de márgenes fue posible gracias a la importante moderación del crecimiento de la remuneración por ocupado y al mantenimiento de los aumentos de los precios finales. Por último, el elevado incremento del deflactor del valor añadido en la construcción favoreció la ampliación de márgenes en dicha rama.

La dispersión por países de las tasas de inflación disminuyó en 2004 —en términos de la desviación estándar ponderada de las tasas de crecimiento interanual del IAPC de los países de la UEM— (véase el gráfico 3.2). Si bien el encarecimiento del petróleo afectó a todas las economías europeas negativamente, las diferencias en la intensidad de la recuperación económica, en el impacto de la apreciación acumulada del euro o en las medidas gubernamentales emprendidas (sobre todo, en relación con impuestos indirectos y precios administrados), así como algunos otros factores más específicos, dieron lugar a que las tasas de inflación se aproximaran entre los Estados miembros, destacando el importante repunte que registró la inflación en Alemania (donde pasó del 1% de 2003 al 1,8% en 2004) y, en sentido contrario, el notable descenso observado en Irlanda, de 1,7 pp, hasta alcanzar un 2,3%.

Es previsible que el aumento del precio del petróleo en los primeros meses de 2005 dificulte la reducción de la tasa de variación interanual del IAPC. No obstante, la moderación salarial —que se prevé se mantenga en los próximos trimestres— y la transmisión desfasada de la apreciación acumulada del tipo de cambio sobre los precios de consumo probablemente contrarresten el efecto adverso del precio de la energía sobre la evolución de la inflación.



FUENTE: Comisión Europea.

## 2 Las políticas fiscales y estructurales en el área del euro

### 2.1 LA POLÍTICA FISCAL

En 2004, la política fiscal adoptó una orientación prácticamente neutral, como pone de manifiesto la evolución del superávit primario ajustado por el ciclo, que, según los cálculos realizados por la Comisión Europea, solo disminuyó en una décima en comparación con el ejercicio precedente, hasta situarse en el 0,9% del PIB (véase gráfico 3.4). El descenso de dos décimas de los pagos por intereses y la estabilidad del componente cíclico del saldo permitieron que el déficit observado se redujera en 0,1 pp (hasta el 2,7% del PIB).

En el pasado ejercicio continuó observándose una marcada diferencia entre los resultados presupuestarios por países. Por un lado, cuatro Estados miembros —Alemania, Francia, Italia y Grecia— registraron en 2004 déficits iguales o superiores al 3% del PIB, en tanto que otros dos —Portugal y Países Bajos— se situaron ligeramente por debajo de esa cota. En los restantes seis Estados miembros se alcanzaron déficits sustancialmente más reducidos o, incluso, superávits. Dentro del primer grupo de países, tan solo en los Países Bajos se observó una corrección del déficit ajustado de ciclo superior al 0,5% del PIB recomendado en las Grandes Orientaciones de Política Económica, mientras que en Alemania, Francia, Italia y Portugal esta magnitud permaneció sin cambios o con ligeras mejoras, y en Grecia registró un sustancial empeoramiento. No obstante, no siempre los cambios en los saldos ajustados de ciclo pueden interpretarse como variaciones de la orientación de la política fiscal. En particular, varios Estados miembros llevaron a cabo operaciones que mejoraron de forma meramente transitoria las cuentas públicas, sin alterar su situación subyacente, lo que provoca que la evolución tanto de los saldos observados como de los saldos ajustados por el ciclo ofrezca una imagen distorsionada de la posición presupuestaria. Este fue el caso de Italia y Portugal, donde se estima que estas medidas ayudaron a reducir el déficit de 2004 en 1,5 pp y 2 pp del PIB, respectivamente.

La aplicación de las disposiciones del marco de disciplina fiscal del área estuvo muy condicionada por la incertidumbre legal que rodeó el curso de los Procedimientos de Déficit Excesivo abiertos a Alemania y Francia, después de que el Consejo rechazara, en noviembre de 2003, las recomendaciones efectuadas por la Comisión y aprobara, en su lugar, unas Conclusiones según las cuales estos dos países debían corregir su déficit excesivo en 2005. Estas decisiones del Consejo motivaron, en enero de 2004, la interposición de un recurso, por parte de la Comisión Europea, ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, resuelto

por esta institución el 13 de julio. La sentencia de ese Tribunal anuló las Conclusiones del Consejo, al mismo tiempo que reconoció la potestad del Consejo para rechazar las recomendaciones que la Comisión le presente. En diciembre, la Comisión emitió una comunicación, posteriormente refrendada por el Consejo, en la que postulaba que, puesto que las Conclusiones del Consejo de noviembre de 2003 gozaban de la presunción de validez hasta su anulación por el Tribunal, las acciones emprendidas por las autoridades alemanas y francesas debían ser juzgadas sobre la base del cumplimiento de tales Conclusiones. De este modo, como el Consejo estimó que las medidas emprendidas permitirán la eliminación del déficit excesivo en ambos países en 2005, no se han activado por ahora los siguientes pasos del procedimiento.

Además, el Consejo dictaminó, al comienzo del verano, la existencia de un déficit excesivo en los Países Bajos y en Grecia. Las medidas adoptadas por las autoridades holandesas motivaron que el Procedimiento para ese país se detuviera en noviembre; sin embargo, en el caso griego, la corrección introducida por ese gobierno fue juzgada insuficiente por el Consejo, con lo que en febrero de 2005 se plantearon nuevas exigencias para que el déficit excesivo desaparezca a más tardar en 2006, lo que supuso, por vez primera, el recurso al artículo 104.9 del Tratado. Asimismo, el Consejo decidió, en julio de 2004, no adoptar la recomendación de la Comisión para dirigir una *alerta temprana* a Italia, a la luz de los compromisos del gobierno de este país. No obstante, en abril de 2005, la Comisión Europea anunció la posibilidad de que se abriera un Procedimiento de Déficit Excesivo contra ese Estado miembro, teniendo en cuenta sus previsiones de que el déficit público iba a superar con claridad el 3% del PIB en 2005 y 2006. Finalmente, el Consejo derogó en mayo el Procedimiento abierto dos años antes contra Portugal, al constatar que el déficit había descendido en 2003 por debajo del 3% del PIB.

Los avatares en la aplicación de los Procedimientos de Déficit Excesivo referidos a Francia y Alemania también introdujeron, a lo largo del año, notables dosis de incertidumbre acerca del futuro de las reglas de disciplina presupuestaria en el área del euro. A la luz de la experiencia acumulada en la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en años recientes y de la sentencia del Tribunal Europeo de Justicia, la Comisión abrió un proceso para explorar las posibles vías que permitieran mejorar el funcionamiento de los mecanismos existentes. Este proceso ha culminado con la aprobación, en el Consejo Europeo del pasado mes de marzo, de un conjunto de cambios en las reglas vigentes, que tratan de aumentar los incentivos para lograr un comportamiento más disciplinado en la fase alta del ciclo, al tiempo que introducen una mayor flexibilidad en las etapas de desaceleración.

Con relación a la vertiente preventiva del PEC, el antiguo objetivo presupuestario a medio plazo, consistente en el mantenimiento, por parte de cada país, de una posición próxima al equilibrio, por término medio, a lo largo del ciclo económico, ha sido reemplazado por un requerimiento específico para cada Estado miembro, en función de su ratio de deuda y de su tasa de crecimiento potencial. Los países que no hayan alcanzado su objetivo de medio plazo deberán reducir su déficit ajustado por el ciclo, descontadas las medidas con un impacto transitorio, en torno a 0,5 pp anuales. Además, algunas reformas estructurales con un impacto positivo sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas — como las reformas de los sistemas públicos de pensiones — podrán justificar una desviación temporal respecto de los objetivos de medio plazo o un ritmo más lento de aproximación a los mismos.

Respecto a la parte correctiva del Pacto, en el futuro, un déficit que supere temporalmente y por escaso margen el 3% del PIB no será considerado excesivo si viene acompañado por una tasa negativa de crecimiento del PIB (frente al requerimiento anterior de que el PIB cayera al

menos un 2%) o si así lo justifican una serie de factores adicionales. Además, han sido modificados los plazos de aplicación del Procedimiento de Déficit Excesivo, lo que permite que el plazo para la corrección de un déficit excesivo —normalmente, el segundo año tras su aparición— sea ampliado en el caso en que surjan acontecimientos inesperados con un impacto elevado sobre las finanzas públicas. Por último, la evolución de la deuda pública cobrará a partir de ahora una mayor relevancia.

En conjunto, las reformas acometidas en la parte preventiva del Pacto pueden incrementar la lógica económica de los objetivos fiscales nacionales y fortalecer la capacidad del Consejo y la Comisión para recomendar ajustes en caso de desviaciones, particularmente en las fases alcistas del ciclo económico. Al mismo tiempo, la reducción del grado de automatismo en la aplicación del marco vigente, sobre todo en la parte correctiva, supone una mayor discrecionalidad y ambigüedad, que, si no son adecuadamente acotadas, podrían diluir la disciplina fiscal en la zona. Por ello, parece necesario que los Estados miembros y las autoridades europeas efectúen una interpretación rigurosa del nuevo acuerdo y aseguren una aplicación más estricta de las reglas que la realizada hasta la fecha.

Debe tenerse en cuenta, en este sentido, que la insuficiencia de los esfuerzos de consolidación de los Estados miembros con déficits en el entorno del 3% del PIB o superiores subraya la necesidad de que las políticas fiscales de estos países adopten una orientación más restrictiva en la etapa de fortalecimiento de la actividad, con el fin de crear un margen de maniobra suficientemente amplio para que los estabilizadores automáticos puedan operar plenamente en la próxima fase de desaceleración. Además, el cumplimiento de las reglas que disciplinan el comportamiento de las autoridades fiscales de la UEM es absolutamente necesario a la luz de los costes que se derivan del envejecimiento de la población, en un contexto en que las ratios de deuda permanecen en niveles muy elevados en varios países. La envergadura de este reto requiere la aplicación de estrategias que incluyan, además, políticas dirigidas a elevar las tasas de empleo (que son objeto de análisis en la sección 2.2) y a reformar los sistemas de pensiones (véase el recuadro 3.3) y de sanidad.

## 2.2 LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES

El prolongado período de modesto crecimiento registrado en años recientes subraya la presencia de obstáculos estructurales a la expansión del producto del área, cuya eliminación requiere la puesta en marcha de reformas que mejoren la flexibilidad de la economía y su capacidad de absorber perturbaciones adversas. Esta necesidad fue abordada hace ya un lustro en la Agenda de Lisboa, nombre con el que se conoce el programa adoptado por el Consejo Europeo celebrado en esa ciudad en marzo de 2000, encaminado a hacer de Europa «la economía basada en el conocimiento más competitiva y dinámica del mundo» en 2010. En marzo de 2005, el Consejo Europeo examinó los resultados alcanzados en los cinco años transcurridos desde el lanzamiento de la Agenda, a partir de los documentos producidos por la Comisión y por el grupo de expertos independientes presidido por Wim Kok, concluyendo que los progresos realizados son insuficientes. El Consejo, no obstante, se ha limitado a proponer una simplificación de la estrategia, tanto por lo que se refiere a la reducción del número de objetivos y a la fijación de prioridades entre ellos, como en relación con una valoración más integrada de los distintos procesos en marcha. Además, los Estados miembros deberán presentar, cada tres años, programas nacionales de reforma.

Como ha reconocido el Consejo Europeo en su revisión de la Agenda de Lisboa, la elevación del PIB por habitante requiere la aplicación de medidas que favorezcan una mayor utilización del factor trabajo y un aumento de su productividad. Con respecto al uso del factor trabajo, las tasas de empleo total y femenino del área del euro se situaron en 2003 en 62,6% y 53,6%,

Las previsiones demográficas disponibles apuntan a un notable envejecimiento de la población del área del euro en las próximas décadas, que conducirá a un aumento del cociente entre la población en edad de jubilación y la población en edad de trabajar desde el 25% en 2004 hasta casi el 50% en 2050. Esta evolución supondrá un aumento significativo del gasto en pensiones, sanidad y asistencia a la tercera edad, que, aunque de magnitud incierta —al igual que las propias proyecciones demográficas—, representa un desafío considerable para la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. La respuesta europea a ese reto, definida en las Grandes Orientaciones de Política Económica (GOPES), consta de tres elementos: acciones orientadas a estimular un aumento de las tasas de empleo, políticas presupuestarias saneadas al objeto de reducir los ratios de deuda (de modo que la disminución de los pagos por intereses pueda contrarrestar parcialmente el aumento de gasto) y la reforma de los sistemas sanitarios y de pensiones.

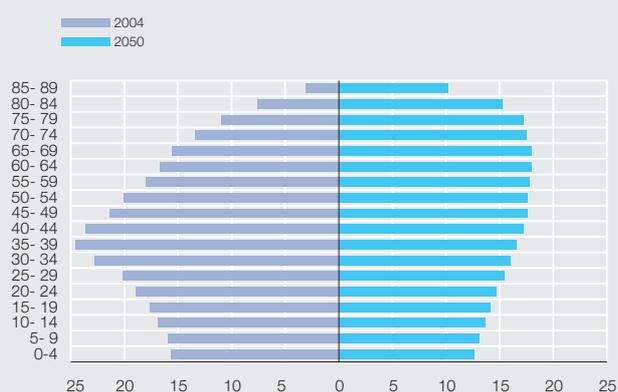
Los sistemas de pensiones de los países del área tienen una configuración muy variada, combinando esquemas de naturaleza obligatoria (que en la UEM son, normalmente, de carácter público) con otros voluntarios. Los sistemas públicos obligatorios actualmente vigentes se caracterizan por que la cuantía de la prestación está predefinida en función de ciertos parámetros (por lo que se les suele denominar sistemas de *prestación definida*). Esa cuantía puede o bien estar vinculada al historial de salarios percibidos y cotizaciones realizadas por el individuo a lo largo de su vida laboral, o bien tener un importe fijo, que depende simplemente del número de años cotizados. El esquema vigente en todos los países de la UEM es del primer tipo, salvo en Irlanda y los Países Bajos. En ambas variantes, la ampliación del período de percepción de las prestaciones que resulta del alargamiento de la esperanza de vida y del adelanto de la edad de jubilación efectiva, y la disminución del número de contribuyentes originada por la

**ALGUNOS PARÁMETROS EN LOS SISTEMAS PÚBLICOS DE PENSIONES EN LA UEM (a)**

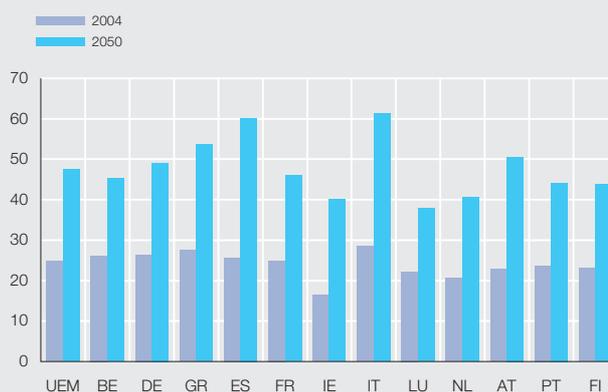
País	Base reguladora (b)	Criterio de indicación de las rentas laborales pasadas (c)	Criterio de indicación de las pensiones (c)
Bélgica	VL	P	P
Alemania	VL	S	S → S corregido por esperanza de vida (2004)
Grecia	5 últimos	discrecional	discrecional
España	15 últimos	P (hasta 2 años antes de la jubilación)	P
Francia	mejores 20 → mejores 25 (2008)	P	P
Irlanda	—	—	S
Italia	5 → VL (nuevo sistema) (d)	P / S → PIB nominal	P
Luxemburgo	VL	S	S
Países Bajos	—	—	S
Austria	mejores 15 → 40 (2028)	discrecional	discrecional
Portugal	mejores 10 de los 15 últimos → VL (2017)	75% P / 25% S (crecimiento real máximo del 0,5%)	P
Finlandia	10 → VL (2005)	50% P / 50% S → 80% P / 20% S	50% P / 50% S → 80% P / 20% S

**1. PIRÁMIDE DE POBLACIÓN DE LA UEM EN 2004 Y 2050**

En millones de personas



**2. RATIOS DE DEPENDENCIA EN LA UEM (e)**



FUENTES: Banco de España, Eurostat y Proyecciones de población, escenario base.

- a. Una flecha indica la modificación introducida tras la correspondiente reforma. El año entre paréntesis señala la fecha en que la modificación entrará en vigor.
- b. VL = Toda la vida laboral.
- c. P = Precios / S = Salarios.
- d. El nuevo sistema de cotización definida es aplicable a los individuos que se incorporan al mercado de trabajo a partir de 1996. Las pensiones de los trabajadores con más de 18 años cotizados hasta 1995 se rigen por el sistema antiguo, mientras que las correspondientes a los trabajadores con un período cotizado menor hasta esa fecha se obtienen como una combinación de ambos sistemas.
- e. Cociente entre la población de 65 y más años con respecto a la población de entre 15 y 64 años.

reducción de las tasas de natalidad, podrían conducir, si no se actúa con prontitud, a un ajuste brusco del nivel medio de las prestaciones, incluso aunque se pongan en práctica los otros dos elementos considerados en las GOPES. Por este motivo, y al margen de la posibilidad de introducir sistemas privados obligatorios, es necesario llevar a cabo con urgencia reformas de los sistemas públicos actuales, que permitan mantener su estructura básica y salvaguardar su viabilidad financiera.

Estos parámetros se pueden agrupar en tres categorías. En primer lugar, los que determinan las condiciones de acceso a la pensión, que incluyen haber alcanzado una determinada edad legal de jubilación (con algunas excepciones, 65 años) y haber cubierto un período mínimo de cotización (que varía ostensiblemente entre países). Las reformas emprendidas recientemente en Bélgica y Francia han elevado este período mínimo, que en la actualidad es de 30 y 37,5 años, respectivamente, hasta 35 en el caso belga (a partir de 2005) y 40 en el francés (desde 2008). En algunos países, cabe la posibilidad de que el trabajador acceda a la pensión en edades inferiores, a cambio de un alargamiento del período de cotización. Este es, por ejemplo, el caso de Italia, donde se requieren o bien 20 años de cotización y 65 de edad o bien 35 de cotización y 57 de edad. Tras la reforma de 2004, esta última edad mínima será elevada progresivamente entre 2008 y 2014 hasta 62 años.

Un segundo grupo de parámetros son los que definen el importe de la pensión inicial, que, obviamente, no son aplicables en los sistemas de cuantía fija. Estos incluyen la base reguladora (en general, los salarios percibidos durante una parte o la totalidad de la vida laboral del individuo), la regla de iniciación de esas rentas salariales (que depende, normalmente, de la evolución de los precios o los salarios de la economía) y la tasa de reposición respecto de la base reguladora (que, en general, es función del número de años cotizados). El cómputo de la base reguladora puede incluir la totalidad del historial laboral del individuo, los últimos años del mismo o los años de mayores rentas salariales. Como se puede observar en la primera columna del cuadro, en algunos países se ha alargado en los últimos años el número de períodos empleado para el cómputo de la base reguladora. En cuanto a la iniciación de las rentas salariales pasadas para el cálculo del nivel inicial de la pensión, existe una tendencia a incrementar el peso de la evolución de los precios frente a la de los sala-

rios. Finalmente, las modificaciones recientes de la tasa de reposición han tendido a estimular el alargamiento de la vida laboral. De este modo, en Francia y Finlandia, las reformas se han encaminado a aumentar los descuentos en el caso de jubilación anticipada y las primas en el caso de retrasar la edad de jubilación.

Finalmente, la tercera categoría de parámetros de los sistemas de prestación definida es la regla de iniciación de las pensiones ya existentes, que, en la mayoría de los países, está ligada a la evolución de los salarios, de los precios (como en España) o a una combinación de ambas, mientras que en otros países los aumentos son discrecionales (véase la tercera columna del cuadro adjunto). En general, las reformas aplicadas también han tendido a incrementar el peso de los precios como factor de iniciación en detrimento de los salarios.

Una aproximación diferente a este reto es la adoptada en Italia, donde en 1995 se decidió el paso gradual desde el sistema tradicional en el que la cuantía de las prestaciones está prefijada hacia un sistema alternativo en el que lo que se predetermina son las cotizaciones realizadas a lo largo de la vida laboral, que son capitalizadas utilizando la tasa de crecimiento del PIB nominal (lo que se conoce como sistema de *contribución definida*). La cuantía de la prestación depende de las cotizaciones acumuladas corregidas por la esperanza de vida en el momento de la jubilación, permitiéndose además que los individuos puedan ajustar su edad de retiro en función del nivel de renta deseada. Dentro de la UE, Polonia y Suecia han introducido también en años recientes sistemas de pensiones de este tipo.

Como puede observarse, el grado de ambición de las medidas emprendidas difiere notablemente entre los distintos países del área. A este respecto, conviene resaltar que, cuanto mayor sea el retraso en la adopción de las reformas requeridas, mayor es la probabilidad de que sea necesario recortar sustancialmente los niveles de prestaciones o, alternativamente, de que sea preciso incrementar los tipos de cotización, lo que acarrea consecuencias negativas sobre la oferta de trabajo. La urgencia de las reformas se ve, además, reforzada por el hecho de que los individuos necesitan un período dilatado de tiempo para adaptar su comportamiento en respuesta a los cambios en las reglas de los sistemas de pensiones.

respectivamente, por lo que, si bien representan aumentos de 2 pp y 3 pp, aproximadamente, con respecto a 1999, se encuentran muy alejadas de los objetivos intermedios fijados para 2005 para el conjunto de la UE 15 (del 67% y 57%) (véase cuadro 3.2). En general, el fomento de la participación en el mercado de trabajo descansa tanto sobre la reforma de los sistemas impositivos (en particular, a través del alivio de las cargas soportadas por los empleos de menor remuneración) como sobre la modificación de las prestaciones por desempleo, ya que es el efecto combinado de ambos tipos de políticas el que influye en las decisiones de los trabajadores para permanecer en situación de desempleo o al margen del mercado laboral. A diferencia de años anteriores, en 2004 se registraron avances, sobre todo, en el segundo de estos ámbitos.

	2000	2001	2002	2003	2004
<b>MERCADO DE TRABAJO</b>					
Tasa de empleo (de 15 a 64 años)	61,6	62,1	62,4	62,6	
<i>Femenino</i>	51,7	52,3	53,1	53,6	
<i>Masculino</i>	71,6	71,9	71,7	71,5	
Tasa de empleo (de 55 a 64 años)	34,2	35,1	36,5	37,8	
<i>Femenino</i>	24,3	25,2	26,7	27,9	
<i>Masculino</i>	44,5	45,5	46,8	48,1	
Tasa de paro	8,1	7,8	8,2	8,7	8,8
<i>Femenino</i>	10,3	9,9	10,1	10,4	10,5
<i>Masculino</i>	6,5	6,3	6,8	7,3	7,5
Tasa de paro de larga duración	4,0	3,6	3,6	3,9	
Impuestos directos y cotizaciones sociales sobre los salarios más bajos	41,5	40,5	40,5	40,4	
Productividad por empleado con respecto a la de EEUU	81,6	80,5	78,5	76,6	73,6
<b>SOCIEDAD DEL CONOCIMIENTO</b>					
I+D (% de PIB)	1,9	1,9	1,9		
Porcentaje de hogares con acceso a Internet			37,0	42,0	43,0
Patentes presentadas por millón de habitantes (a)	225,4	238,1	229,8		
Gasto en tecnología de información y comunicaciones en % del PIB		5,9	5,7	5,6	5,6
<i>En tecnología de información</i>		2,9	2,7	2,6	2,6
<i>En comunicaciones</i>		3,0	3,0	3,0	3,0
Inversión en capital riesgo (% del PIB)	0,2	0,1	0,1	0,1	
Inversión privada (% del PIB)	19,0	18,5	17,7	17,3	17,4
Gasto público en educación (a) (b)	5,0	5,1			
Formación continua (% población de 25 a 64 años)	5,7	5,5	5,5	7,0	7,0
% Población entre 20 y 24 años que ha completado al menos la educación secundaria	72,5	72,4	72,9	72,7	72,5

FUENTE: Comisión Europea.

a. Corresponde a la media de los doce países para los que se dispone de información de 2001.

b. Datos de la UE 15.

Entre los países grandes de la UEM, este fue particularmente el caso de Alemania, donde continuó el desarrollo de la denominada Agenda 2010, amplio programa de reformas del mercado de trabajo y del sistema de prestaciones sociales introducido en 2003. Así, los requisitos para el rechazo de una oferta de empleo por parte de un desempleado se hicieron más estrictos (de modo que un perceptor de prestaciones deberá aceptarla siempre que el salario supere el 70% del salario medio local, pues de lo contrario perderá el derecho a la prestación). Además, se han introducido subvenciones para los desempleados que creen su propia empresa y para los empleadores que contraten trabajadores parados, y ha entrado en vigor la fusión de los sistemas de prestaciones a desempleados de larga duración y de asistencia social en un nuevo programa en el que el nivel de las prestaciones depende del conjunto de rentas percibidas por el individuo. En enero de 2006 comenzará a aplicarse la reducción prevista de la duración máxima de las prestaciones por desempleo. Finalmente, otras medidas para fomentar el aumento de la tasa de actividad incluyeron la introducción de una rebaja de las cotizaciones sociales para los empleos de baja remuneración y la desregulación del trabajo a tiempo parcial. También en Francia se adoptaron en 2004 medidas para reducir la duración de las prestaciones por desempleo y hacer más restrictivas las condiciones de acceso a las mismas, condicionándolo al requisito de búsqueda activa de empleo. En Italia, la Ley marco para la reforma del mercado laboral, aprobada en junio de 2003, empezó a ser desarrollada, si bien tímidamente, durante 2004. Las medidas orientadas a impulsar la tasa de actividad incluyen la introducción de modalidades contractuales más flexibles.

En los tres países antes mencionados se reformaron las agencias públicas de empleo en 2004. Además, en Alemania y Francia se introdujeron disposiciones que simplifican los procedimientos administrativos y reducen las incertidumbres legales en caso de despido y, en el primero de estos países, se redujeron los costes del mismo para empresas de pequeño tamaño. En cuanto a la flexibilización de la jornada laboral y la introducción de una mayor diferenciación salarial en función de las condiciones específicas de la empresa, los avances fueron dispares. Así, mientras que en Alemania se multiplicaron los acuerdos en este sentido en la negociación colectiva a nivel de empresa y, en Francia, el gobierno anunció medidas que introducen una mayor flexibilidad en la legislación sobre la jornada laboral, permitiendo un aumento voluntario del número de horas trabajadas, en Italia no avanzaron las negociaciones entre los agentes sociales para descentralizar la negociación colectiva, cuyo objetivo era que la evolución salarial reflejara más adecuadamente la productividad (a nivel de empresa) y los distintos niveles del coste de la vida (a nivel regional). Finalmente, en general los progresos fueron muy pequeños por lo que se refiere al fomento de la movilidad geográfica.

Con respecto al segundo elemento necesario para acrecentar el PIB por habitante del área, el crecimiento medio de la productividad del trabajo desde mediados de la década de los noventa ha sido, a pesar de la recuperación experimentada en 2004, muy bajo, tanto si esta variable se mide por persona empleada como por hora trabajada. Esta desaceleración se ha debido, en parte, a la disminución del crecimiento del *stock* de capital por trabajador y, en parte, al menor ritmo de expansión de la productividad total de los factores, concepto asociado al avance tecnológico y a mejoras organizativas y en la calidad de los factores. Por lo que se refiere a la primera variable, en los últimos diez años, la menor intensificación en el uso del capital es el resultado, en parte, de la tasa relativamente elevada de creación de empleo, en la medida en que haya podido recaer sobre trabajadores antes desempleados o inactivos, cuya productividad es inferior a la media. En este contexto, la inversión ha descendido, como porcentaje del PIB, desde el 22% en 2000 hasta el 20,5% en 2004. Sin embargo, esta atonía de la formación bruta de capital no solo es una consecuencia de los cambios en la composición del producto, sino también de las deficiencias estructurales que aquejan a la economía europea, que limitan la existencia de planes de inversión con rentabilidades suficientes y que impulsan la búsqueda de proyectos atractivos en terceros países.

Por su parte, el crecimiento de la productividad total de los factores se ha visto lastrado por la escasa reorientación de la especialización productiva del área hacia los sectores productores de tecnologías de la información y la comunicación, por la limitada difusión de las innovaciones en estos sectores hacia los servicios que hacen uso de estas tecnologías y por los escasos progresos en la mejora del capital humano. Las carencias del área del euro en el terreno de la innovación tecnológica se ponen de manifiesto en el estancamiento del gasto en investigación y desarrollo, que ha permanecido en los últimos años en torno al 2% del PIB, alejado, por tanto, del objetivo del 3% fijado en Barcelona. Entre los problemas que impiden una intensificación del ritmo de innovación y del gasto en I+D en la UEM en comparación con Estados Unidos se encuentran la escasez de fondos privados y públicos para financiar actividades innovadoras y, en particular, el desarrollo del capital-riesgo. Finalmente, las carencias en la calidad media del factor trabajo tienen su origen en el escaso desarrollo de la educación de postgrado, en los limitados nexos entre la industria y la comunidad científica e investigadora y en la ausencia de carreras profesionales atractivas para los investigadores.

Un ingrediente básico para la aceleración de la productividad total de los factores es la culminación del mercado único europeo, para lo que son necesarias reformas que aumenten el grado de competencia. Estas políticas contribuyen de forma indirecta al aumento de la pro-

ductividad, al crear incentivos para que los recursos se reasignen hacia las empresas y sectores más productivos y para la creación y uso de las nuevas tecnologías.

Algunos indicadores apuntan hacia una ralentización de la integración de los mercados de productos. Así, el déficit en la transposición de directivas relativas al mercado único no se ha reducido recientemente y solamente España cumple en la actualidad con el objetivo fijado en la Agenda de Lisboa de que este déficit se situara por debajo del 1,5% a partir de marzo de 2002. Además, la proporción de licitaciones oficiales sometidas a un procedimiento público continúa siendo muy reducida. Finalmente, subsisten los obstáculos impositivos a la actividad transfronteriza. Estos residen, sobre todo, en los costes de cumplimiento con legislaciones fiscales dispares, lo que entorpece, en particular, el establecimiento de las pequeñas y medianas empresas fuera de su país de origen. Para paliar las diferencias en los sistemas fiscales, la Comisión ha propuesto una definición común de la base del impuesto sobre sociedades, dejando libertad a los Estados miembros para fijar el correspondiente tipo impositivo.

En los mercados de bienes, el grado de integración alcanzado es alto, si bien subsisten barreras a la homologación de los productos. Sin embargo, en los mercados de servicios, la fragmentación continúa siendo elevada, pues todavía existen impedimentos tanto al establecimiento transfronterizo como a la prestación temporal de servicios en otros países, lo que conlleva importantes costes para productores y consumidores, ya que los servicios representan una proporción del PIB del área superior al 70%. Con el fin de reducir los obstáculos a la integración de los mercados de servicios, la Comisión esbozó, en enero de 2004, una propuesta de directiva que persigue el refuerzo del principio de país de origen, de modo que un proveedor de servicios ya establecido en un país no tenga que obtener una autorización previa para operar temporalmente en otro Estado miembro. La Comisión prevé que la legislación —de la que se excluyen los servicios financieros y de transporte, por estar regulados ya por otras normas legales— comience a aplicarse en 2007, si bien existirían períodos de transición hasta 2010. Sin embargo, las aspiraciones iniciales de esta directiva han sido puestas en cuestión por el Consejo Europeo de marzo de 2005, que ha sugerido una apertura menos ambiciosa del mercado interior de servicios.

En el terreno de la liberalización de las industrias de red, los progresos alcanzados hasta la fecha son notables, si bien en 2004 la única iniciativa destacable fue la referida al transporte por ferrocarril, para el que se han establecido los años 2007 y 2010 como fechas para la apertura completa de los mercados de transporte de mercancías y de pasajeros. Además, el grado de competencia transfronteriza en estos mercados es, por el momento, limitado.

En el caso concreto de los servicios financieros, los progresos han sido mayores, gracias a la aplicación del Plan de Acción para los Servicios Financieros (FSAP, en sus siglas en inglés), cuya plena transposición a la legislación nacional debe culminar antes del final de 2005. No obstante, hasta la fecha, el grado de integración de los mercados financieros ha sido desigual. Así, mientras que este es muy elevado en los mercados interbancarios y en los mercados de deuda, tanto pública como privada, por el contrario, en los mercados bursátiles, la inversión transfronteriza continúa siendo relativamente costosa. Asimismo, en los mercados minoristas, la fragmentación es aún elevada. En particular, aunque se han producido procesos de concentración bancaria a escala nacional, el número de fusiones transfronterizas ha sido muy limitado. Con el fin de asegurar la aplicación efectiva del FSAP a nivel nacional, se ha establecido una estructura de comités supranacionales de reguladores y supervisores sectoriales, que ha sido recientemente completada. En el caso del sector de valores, los respectivos comités fueron constituidos en 2001, mientras que en el sector bancario el Comité de Supervisores Bancarios Europeos se creó en 2003 y el Comité Bancario Europeo —que será el en-

cargado de preparar la legislación relevante— se ha establecido en marzo de 2005, en sustitución del Comité Consultivo Bancario.

### **3 La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en la zona del euro**

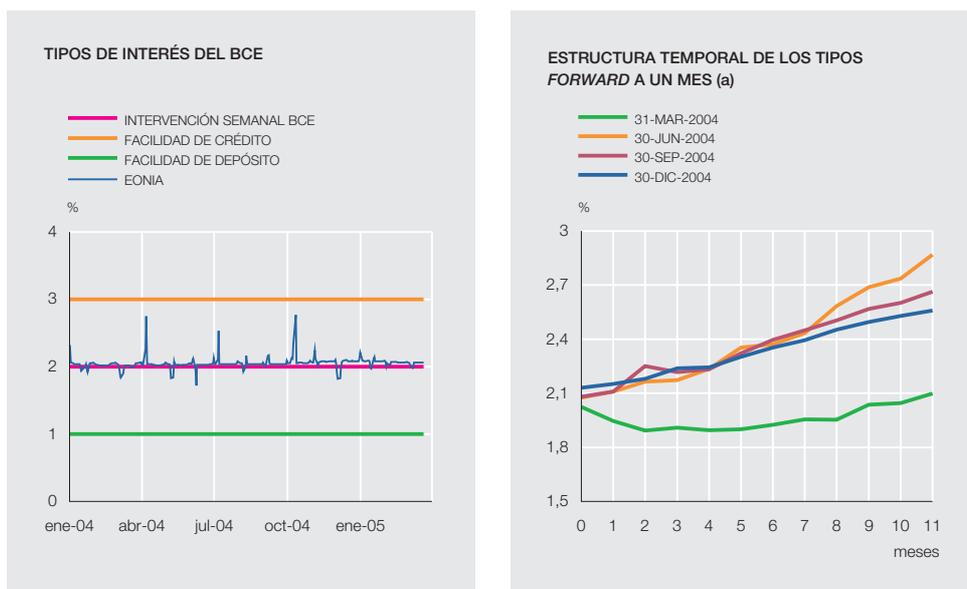
#### 3.1 LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria se enfrentó en 2004 a un panorama complejo, en el que la tasa de inflación se situó por encima del 2% durante gran parte del año, mientras que la actividad económica siguió sin mostrar un crecimiento sostenido. De acuerdo con la estrategia formulada, cuyo objetivo es mantener la estabilidad de precios a medio plazo, el BCE consideró que el aumento observado de las tasas de inflación era, sobre todo, el resultado directo del intenso encarecimiento del petróleo, al mismo tiempo que el buen comportamiento salarial, la apreciación del euro y los modestos avances del gasto permitían confiar en que esas alzas registradas no se iban a trasladar a mayores presiones inflacionistas en el futuro. Por todo ello, el BCE decidió mantener inalterados sus tipos de intervención a lo largo de 2004 y principios de 2005, tras situarlos en junio de 2003 en unos niveles históricamente reducidos: un 2% para las operaciones principales de financiación y un 1% y 3% para la facilidad de depósito y la facilidad marginal de crédito, respectivamente (véase gráfico 3.5). La estabilidad de las expectativas de inflación en niveles moderados refleja la credibilidad de la política monetaria del BCE y su capacidad de adaptación a los requerimientos del área. En este sentido, la política monetaria aplicada ha logrado configurar un contexto de condiciones financieras propicio para el desarrollo de la actividad económica, si bien la naturaleza estructural de algunos de los problemas que entorpecen el crecimiento económico en la zona del euro ha limitado los efectos expansivos de esta actuación.

Como se comentó anteriormente, en el primer semestre del año se observó un mayor dinamismo de la actividad, en línea con la evolución registrada desde finales de 2003 y con la pujanza de la economía mundial. En la vertiente de los precios, tras la moderación de las tasas de crecimiento del IAPC en los primeros meses del año, la escalada del precio del crudo en el segundo trimestre del año tuvo un cierto impacto sobre la inflación a corto plazo, aunque fue parcialmente compensado por el buen comportamiento del resto de componentes. En este contexto, los mercados comenzaron a anticipar un cambio de orientación hacia una política monetaria más restrictiva. Sin embargo, el Consejo de Gobierno del BCE consideró que el tono de la política monetaria seguía siendo el adecuado, dado que todavía no era evidente que la recuperación económica pudiera sostenerse por sí misma. A pesar de las tensiones de precios en el mercado de petróleo, el notable aumento que estaba experimentando la productividad en un entorno de moderación salarial alejaba, en gran medida, los potenciales efectos desfavorables que la evolución de los precios del crudo podría ejercer sobre la formación de precios en los meses siguientes.

A mitad de año empezó a constatarse que la recuperación progresaba a un ritmo algo inferior al previsto, si bien tanto las condiciones externas como internas permitían mantener un cierto optimismo. En efecto, el crecimiento económico mundial, las favorables condiciones financieras internas y la moderación de los costes laborales unitarios configuraban un escenario propicio para la expansión de las exportaciones, la inversión y el empleo. Además, la inflación fue reduciéndose progresivamente gracias al buen comportamiento de los alimentos, que compensaron el efecto alcista del componente energético.

En los últimos meses del año y comienzos de 2005 tuvieron lugar, de nuevo, diversos episodios de incrementos bruscos del precio del petróleo, que situaron la tasa de crecimiento del IAPC claramente por encima del 2% en algunos meses. Ante el escaso impacto de esos aumentos sobre las expectativas de inflación y la tenue fortaleza del gasto, el BCE decidió mantener una actitud prudente y no modificar la orientación de su política monetaria. Si bien es cierto que el mercado de petróleo ha seguido planteando algunos riesgos para la inflación, la



FUENTES: BCE y Banco de España.

a. Estimados con datos del EURIBOR.

tendencia apreciativa del tipo de cambio del euro y la consolidación de un patrón de crecimiento moderado de los costes laborales han configurado un panorama más tranquilizador sobre las perspectivas inflacionistas, que puede mantenerse mientras no existan signos de una recuperación más clara de la actividad.

En el ámbito de la instrumentación de la política monetaria, en 2004 se modificaron algunos elementos del marco operativo, que se describen en el epígrafe 2 del *Informe de gestión* que figura al final de este *Informe Anual*. La finalidad de esos cambios era estabilizar las expectativas de tipos de interés a lo largo del período de mantenimiento y reducir la volatilidad de los tipos a corto plazo, lo que, como se explica con detalle en el recuadro 3.4, se ha logrado de forma apreciable.

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

La evolución de los mercados monetarios y de deuda a lo largo del año estuvo condicionada por las expectativas de crecimiento en el área y por las incertidumbres sobre la evolución futura del precio del petróleo. Hasta el mes de marzo, los tipos de interés de los depósitos interbancarios continuaron reduciéndose progresivamente, lo que determinó un aplanamiento de la curva de rendimientos del mercado monetario respecto a la existente en diciembre del año anterior. No obstante, a partir de entonces, las perspectivas de fortalecimiento de la actividad en el área del euro y los incrementos de los precios del crudo provocaron subidas en los tipos de interés del mercado monetario de cuantía creciente con el plazo. Se establecieron, así, expectativas de una posible elevación, aunque moderada, de los tipos de interés oficiales para finales de año, según puede observarse en el gráfico 3.5. A medida que fue transcurriendo el año, y pese a las tensiones en el mercado de petróleo, las perspectivas menos optimistas sobre la evolución de la actividad en la UEM hicieron que estas expectativas se atenuaran.

Los tipos de interés a largo plazo se mantuvieron, en general, en unos niveles muy reducidos, lo que resulta coherente con las expectativas de moderado crecimiento de los precios y relativa debilidad de la actividad económica. Las rentabilidades de la deuda pública a diez años, incluso, describieron una senda decreciente desde mediados de año, que las ha situado por

Uno de los objetivos del diseño del marco operativo de la política monetaria de la mayoría de los bancos centrales es la estabilización de los tipos de interés a muy corto plazo. Implícitamente, se supone que la volatilidad puede transmitirse hacia tipos a plazos más largos, que son relevantes para las decisiones de consumo e inversión. Para alcanzar dicho fin existen, básicamente, dos mecanismos alternativos: la intervención más o menos continua en los mercados y el establecimiento de un coeficiente de caja que obliga a las entidades de contrapartida a depositar en su banco central, en promedio durante un período determinado, una cantidad de dinero prefijada. Dicho depósito actúa como un colchón que ayuda a neutralizar el impacto sobre los tipos de interés a muy corto plazo de perturbaciones no anticipadas en la liquidez del sistema. Concretamente, cuando esta es relativamente escasa (abundante) y su precio tiende a aumentar (descender), las entidades tienen incentivos para situar transitoriamente el importe del depósito por debajo (encima) del nivel medio exigido, prestando (tomando) fondos en el mercado interbancario. De este modo, se moderan las presiones al alza (a la baja) sobre las rentabilidades negociadas.

Ambos mecanismos presentan ventajas e inconvenientes. Así, la principal limitación del primero es que descansa en un mecanismo que inhibe el desarrollo del mercado, mientras que la desventaja del segundo es que la propiedad estabilizadora desaparece durante los últimos días del período de mantenimiento.

El Eurosistema ha seguido el segundo modelo, por lo que durante los últimos días de cada período de mantenimiento se produce normalmente una mayor variabilidad del tipo a un día (EONIA). No obstante, esto solo será preocupante si perjudica la señalización de la política monetaria y, en particular, si se transmite hacia los plazos más largos del mercado interbancario. Precisamente, Alonso y Blanco (2005)<sup>1</sup>

1. Para más detalles, se puede consultar *Is the volatility of the EONIA transmitted to longer term euro money market interest rates?*, de Francisco Alonso y Roberto Blanco, de próxima aparición como Documento de Trabajo del Banco de España.

estudian este aspecto en un trabajo reciente, en el que estiman un modelo en el que la volatilidad de los tipos de interés a diferentes plazos depende, entre otros factores, de la del tipo EONIA. Tal como se observa en el cuadro 1, durante los últimos días del período de mantenimiento el coeficiente de dicha variable no es estadísticamente distinto de cero, lo que se interpreta como evidencia en contra de la existencia de transmisión de volatilidad. En cambio, para el resto de los días sí se produce cierta transmisión (el coeficiente es positivo y significativo estadísticamente) hacia los plazos de uno y tres meses, que no se extiende al horizonte de un año.

Otros resultados restan importancia a las oscilaciones del EONIA al final del período de mantenimiento, pero el hecho de que la volatilidad se transmita durante la mayor parte del mismo subraya la importancia que tiene mantenerla en niveles bajos durante esos días. En este sentido, debe señalarse que, hasta ahora, la variabilidad del tipo a muy corto plazo ha sido reducida en la UEM en relación con la que se observa en otros países de nuestro entorno. Además, en noviembre de 2001 y en febrero de 2004 entraron en vigor cambios en el marco operativo de la política monetaria, que tenían por objetivo limitar el impacto sobre el EONIA de variaciones en las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés futuros y que, por esta vía, deberían contribuir a reducir adicionalmente la variabilidad de dicho indicador. En el cuadro 2 se aprecia cómo efectivamente, tras los cambios, la volatilidad del EONIA durante los días normales (es decir, eliminando las fechas posteriores a la última subasta de cada período de mantenimiento) descendió notablemente, sobre todo tras la última reforma<sup>2</sup>.

2. La volatilidad durante los últimos días del período de mantenimiento también se redujo, si bien debe advertirse que este desarrollo puede estar relacionado, al menos en parte, con el mayor uso de operaciones de ajuste en esos días por parte del Eurosistema en la submuestra más reciente.

## 1. TRANSMISIÓN DE VOLATILIDAD DEL EONIA (a)

%	Tipo de interés	Tipo de interés	Tipo de interés
	a 1 mes	a 3 meses	a 12 meses
Fin período de mantenimiento	ns	ns	ns
Resto de días	16,2	15,3	ns

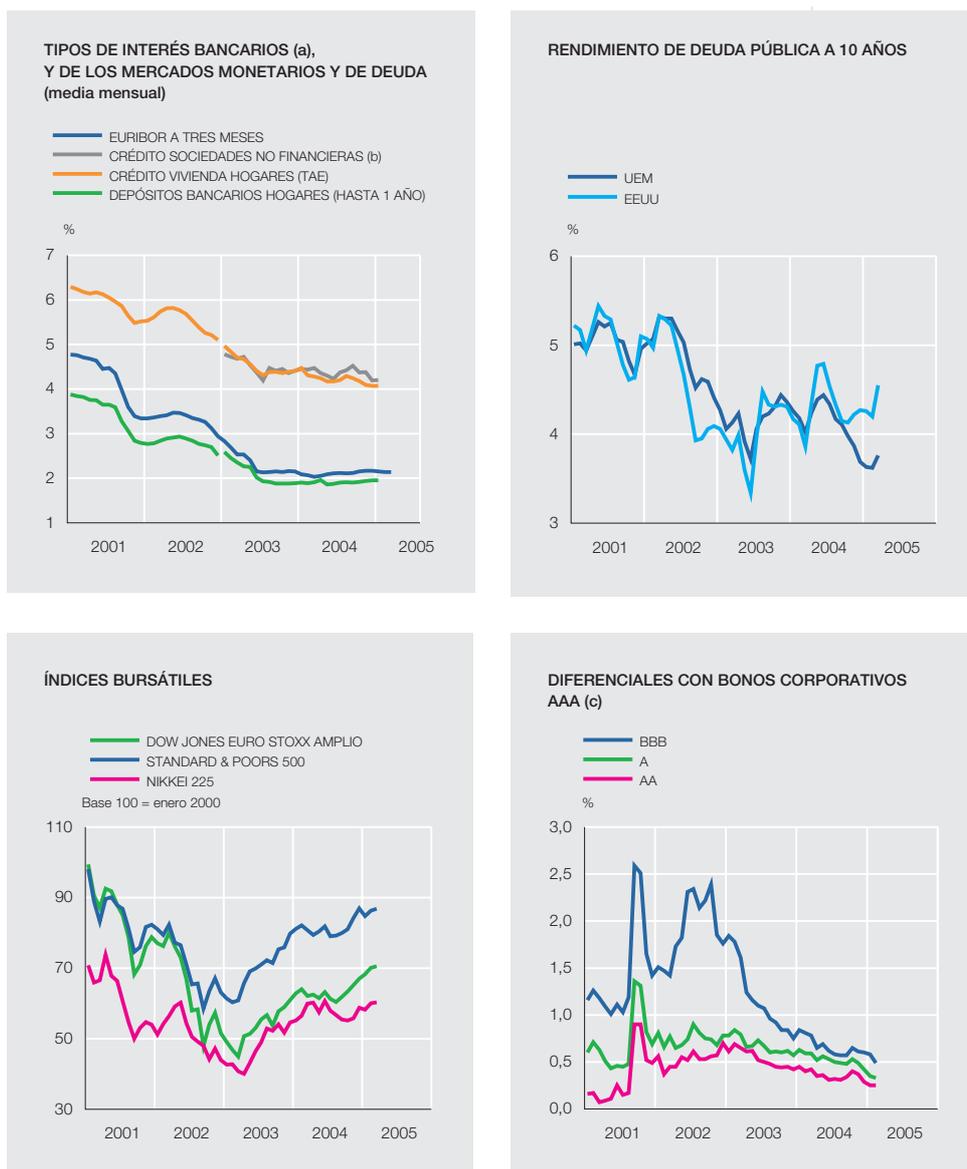
## 2. VOLATILIDAD DEL EONIA (b)

pb	2 enero 1999	9 noviembre 2001	24 enero 2004
	8 noviembre 2001	23 enero 2004	4 marzo 2005
Fin período de mantenimiento	30,7	25,2	19,0
Resto de días	8,5	7,9	1,4

FUENTE: Banco de España.

a. Coeficiente que recoge el porcentaje del (logaritmo de) la volatilidad que se transmite hacia los plazos más largos. Nos indica que el coeficiente no es estadísticamente significativo.

b. La volatilidad se aproxima como la desviación típica de las variaciones diarias del EONIA.

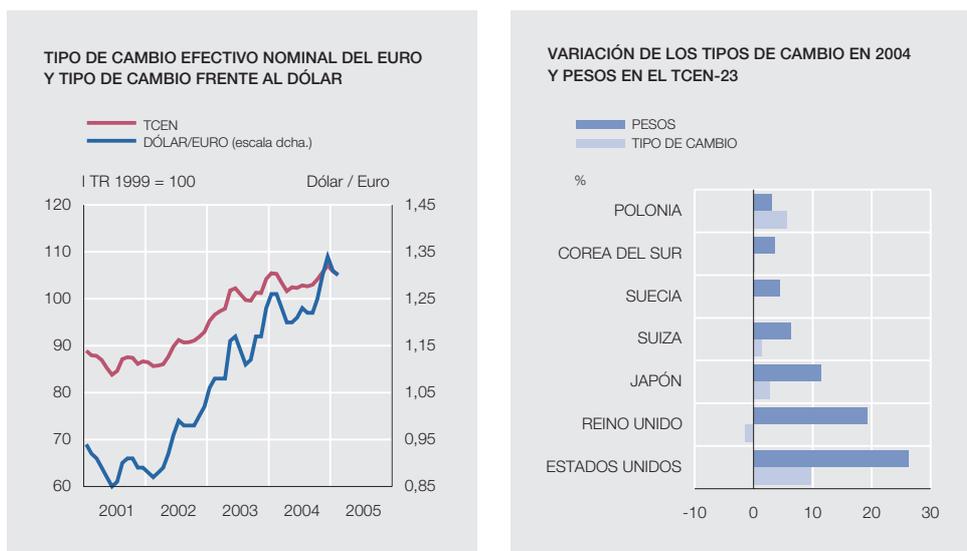


FUENTES: BCE y Banco de España.

- a. Datos obtenidos de las nuevas estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE, correspondientes a nuevas operaciones.  
 b. Se representan los tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.  
 c. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

debajo del 4% en el primer trimestre de 2005, lo que representa un mínimo histórico. Esta evolución ha sido compartida por otras economías, como la de Estados Unidos, si bien hay que destacar que en 2004 cambió el signo del diferencial entre la rentabilidad del bono estadounidense y el europeo, pasando a ser positivo y registrando su nivel más alto desde el año 2000.

Los mercados de renta variable reflejaron la mejoría de los beneficios empresariales y del entorno económico internacional que se produjo a lo largo de 2004 (véase gráfico 3.6). Aunque comenzaron el año sin una tendencia definida, las cotizaciones iniciaron un proceso de recuperación a partir del verano. En el conjunto del año, el índice EURO STOXX amplio acumuló una ganancia cercana al 7%. En cualquier caso, ese índice todavía se encontraba a finales de 2004 alrededor de un 30% por debajo del nivel de comienzos de 2000, cuando mostró su

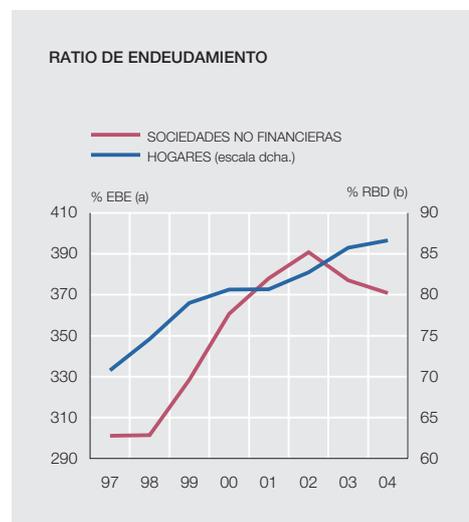
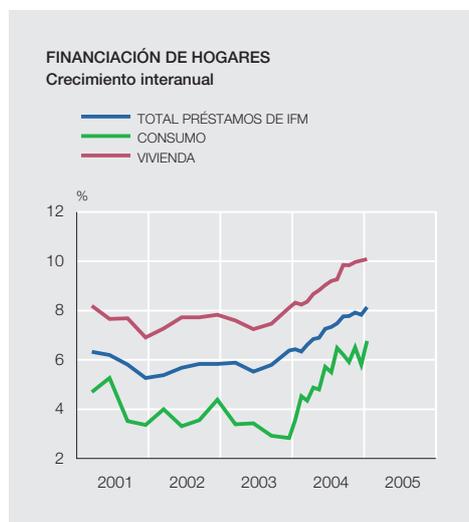
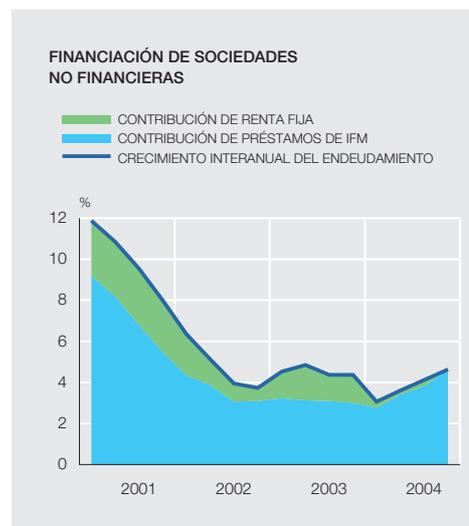
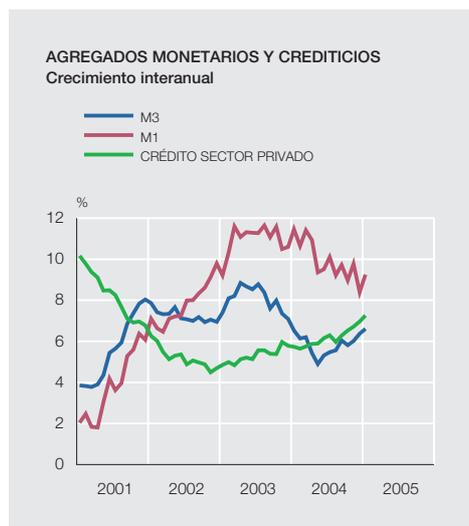


FUENTES: BCE, Comisión Europea y Banco de España.

máximo. En los mercados de divisas, la creciente preocupación de los inversores internacionales por el elevado y persistente déficit norteamericano siguió presionando al alza la cotización del euro, que se revalorizó alrededor de un 8% frente al dólar en el conjunto del año, alcanzando a finales de 2004 su máximo histórico frente a esa moneda desde su creación (gráfico 3.7).

Los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y depósito a su clientela permanecieron bastante estables a lo largo del año, en niveles muy reducidos (véase gráfico 3.8). Las favorables condiciones financieras también se manifestaron en la evolución de los diferenciales de los bonos corporativos en los mercados de renta fija, que siguieron disminuyendo hasta niveles muy bajos.

El reducido nivel de los tipos de interés se reflejó en el comportamiento del agregado monetario M1, que registró tasas de crecimiento elevadas en 2004, aunque su ritmo de avance se ralentizó respecto a 2003 (véase gráfico 3.8). El agregado M3 mostró dos trayectorias diferentes, moderándose a comienzos de año, para retornar a ritmos de expansión más altos en el segundo semestre, en torno al 6% a finales de 2004. La financiación concedida por las IFM al sector privado fue adquiriendo un mayor dinamismo a lo largo de 2004. La evolución por agentes fue desigual: mientras que los préstamos a hogares registraron tasas de expansión cada vez mayores, para estabilizarse a finales del año en torno al 8%, los concedidos a empresas no financieras avanzaron a un ritmo más modesto, y se situaron al cierre del ejercicio en el 5,4%. Tampoco las empresas acudieron de modo significativo a la captación de recursos mediante la emisión de valores, de modo que la reducción de sus ratios de endeudamiento —que habían crecido intensamente hasta 2002— prevaleció sobre la asunción de nuevos proyectos de inversión. En el caso de los hogares, el componente para adquisición de vivienda continuó mostrando un gran dinamismo, aunque existen grandes diferencias entre países. Los más dinámicos fueron Grecia, Irlanda, España e Italia, que registraron tasas superiores al 15% en este tipo de financiación. Este fenómeno, que ha discurrido en paralelo al del encarecimiento de la vivienda en algunas zonas, ha provocado que, en la actualidad, el endeudamiento de los hogares haya aumentado progresivamente, hasta situarse en 2004 en el 87% de su renta disponible.



FUENTES: BCE y Banco de España.

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

En el conjunto del crédito al sector privado también se observan importantes divergencias por países, en línea con la heterogeneidad de sus pautas de recuperación. Cabe destacar que la financiación a empresas y familias siguió presentando una acusada debilidad en Alemania, donde su ritmo de avance se estancó como consecuencia de la atonía de la demanda, aunque no puede descartarse la existencia de restricciones de oferta, a juzgar por las respuestas de las entidades de crédito que se publican en las encuestas de préstamos bancarios que realiza el Eurosistema.



## La economía española

En el capítulo 1 de este Informe se han descrito los rasgos básicos que han caracterizado el comportamiento de la economía española en 2004. Con el diagnóstico realizado, se han identificado, asimismo, los principales retos a los que se enfrenta para mantener en los próximos años ritmos de crecimiento elevados. En este capítulo, se profundiza en esa caracterización de la economía en 2004, revisando de forma sistemática el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos.

Dado que el contexto de política económica en el que se desarrolló la economía en 2004 es un elemento clave —junto con el entorno exterior, analizado en los capítulos precedentes— para realizar este análisis más detallado, el capítulo se inicia con una visión general del diseño de las políticas económicas en el año. En el caso de una economía integrada en la UEM, como es la española, las condiciones monetarias y financieras vienen determinadas, fundamentalmente, por el tono de la política monetaria común, cuya traslación a la economía española se aborda en el primer epígrafe. No obstante, el tono global de las políticas económicas se completa con el diseño de aquellos instrumentos de política que siguen bajo soberanía nacional —la política fiscal y las políticas microeconómicas y sectoriales—, cuyas principales líneas se describen, también, en la primera sección.

En las secciones siguientes, se analizan, consecutivamente, el comportamiento de la demanda de la economía y sus componentes, del PIB y del valor añadido por actividades, del mercado de trabajo y de la formación de precios, lo que permite hacer una valoración de la situación de la competitividad en la economía. El capítulo finaliza con dos secciones que describen cómo se han reflejado los movimientos de los principales agregados en los resultados de las cuentas públicas (dados los planteamientos de política fiscal descritos al inicio del capítulo) y en el saldo de los intercambios con el resto del mundo.

### **1 Las políticas económicas**

#### **1.1 LAS CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS**

Durante 2004, las condiciones de financiación continuaron mostrando un elevado grado de holgura, superior incluso al registrado en el año precedente. Como se ha comentado en el capítulo anterior, las perspectivas de inflación y la situación económica en el conjunto de la zona del euro condicionaron el tono de la política monetaria, de forma que los tipos de interés del mercado monetario del área apenas experimentaron variaciones significativas. Por su parte, los tipos de interés aplicados en las operaciones activas y pasivas por las entidades de depósito españolas se mantuvieron, asimismo, relativamente estables, si bien el coste de los créditos se redujo ligeramente, de forma algo más intensa en el caso de la financiación dirigida a las empresas.

La rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo también permaneció estable en el primer semestre de 2004, experimentando un marcado descenso durante la segunda parte del año, que la situó en mínimos históricos. De este modo, a finales del ejercicio la rentabilidad de los bonos a diez años se situaba en el 3,6%, lo que representa una reducción cercana a los 80 puntos básicos (pb), en relación con los niveles de finales de 2003. Este comportamiento fue similar al de los precios de la deuda emitida por el Tesoro alemán, por lo que el diferencial de rentabilidad entre ambas mostró escasas variaciones. Por otra parte, la menor rentabilidad de la deuda pública, junto con el mantenimiento de las primas de riesgo corporativas, determinó una disminución del coste de la financiación de las sociedades mediante emisiones de renta fija.

La recuperación de las cotizaciones en las bolsas nacionales e internacionales durante los últimos meses de 2004 hizo que, por segundo año consecutivo, los principales índices cerraran el ejercicio con ganancias, que fueron especialmente intensas en el caso de los mercados españoles, en un contexto de reducción de los tipos de interés a largo plazo y de mejoría de los beneficios de las empresas cotizadas superior a la esperada por los analistas. El Índice General de la Bolsa de Madrid acumuló una revalorización anual del 18,7%, en relación con el cierre de 2003, por encima de la registrada por el EURO STOXX amplio de la UEM (9,9%) y el S&P 500 de las bolsas americanas (10,9%). Además, la volatilidad de los precios de las acciones se redujo adicionalmente. Todo ello implicó una mejora en las condiciones para la obtención de fondos por parte de las empresas en los mercados de renta variable. Por el contrario, la apreciación del tipo de cambio del euro contribuyó a endurecer las condiciones monetarias y financieras, compensando parcialmente el efecto moderador derivado de las reducciones en el coste de la financiación ajena y en las cotizaciones bursátiles.

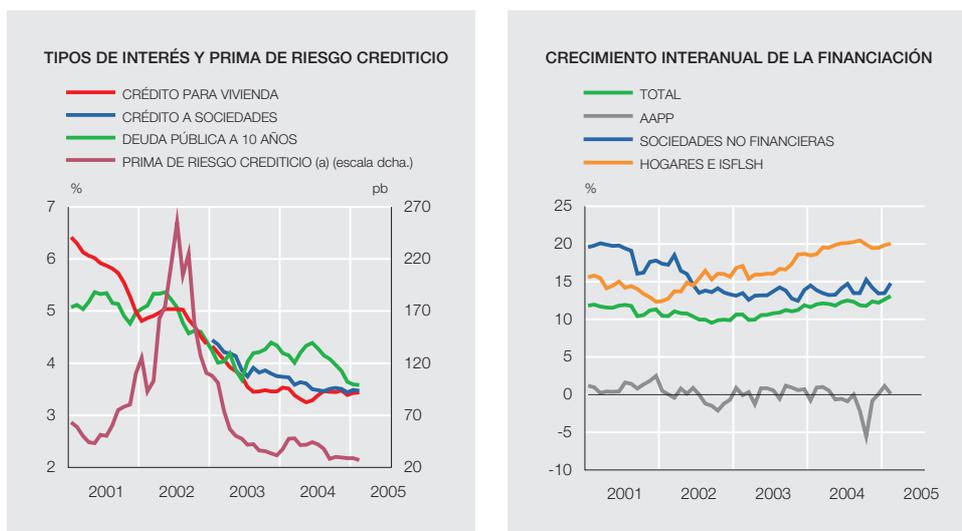
En 2004, los precios de la vivienda registraron un crecimiento muy similar al del ejercicio anterior, que, según los datos del Ministerio de la Vivienda, fue del 17,4%, en media anual. La fortaleza de la demanda residencial continuó impulsando los precios de los activos inmobiliarios, a pesar del significativo aumento que experimentó el parque de viviendas en construcción. Los mayores crecimientos de los precios se registraron en los municipios de mayor tamaño —por encima de medio millón de habitantes—, donde, no obstante, se desaceleraron. En los municipios costeros de menos de 50.000 habitantes, el precio de los inmuebles residenciales siguió aumentando a un ritmo superior al de los municipios del interior de tamaño similar, observándose una aceleración en ambos casos.

En estas condiciones, los fondos ajenos recibidos por las sociedades no financieras mantuvieron ritmos de avance en torno al 13%. El comportamiento por instrumentos fue desigual, puesto que el aumento de los pasivos empresariales se materializó en mayor medida en créditos de entidades financieras, en detrimento de otras fuentes alternativas como los préstamos exteriores o los valores de renta fija. Por actividades, el aumento de la financiación bancaria a las empresas fue bastante generalizado, si bien continuó estando liderado por las operaciones relacionadas con el sector inmobiliario, mientras que la tasa de expansión de los recursos destinados a la rama industrial aumentó en 5 puntos porcentuales (pp), tras la atonía que mostró en 2003. El crecimiento de los fondos ajenos determinó el mantenimiento de la trayectoria creciente de la deuda, en relación con los beneficios generados. No obstante, la evolución descendente del coste de financiación permitió que la proporción de los recursos destinada al pago de intereses conservara niveles moderados, inferiores incluso a los del año precedente. El comportamiento de estas variables, junto con la recuperación de la rentabilidad, hizo que el indicador sintético de presión financiera sobre la inversión de las empresas registrara una cierta mejora, mientras que el referido al empleo se mantuvo en los niveles reducidos alcanzados en 2003.

Por su parte, la deuda de las familias volvió a acelerarse en 2004, impulsada nuevamente por el dinamismo de los préstamos destinados a la adquisición de vivienda, que crecieron alrededor de un 23%, 2 pp más que en 2003 (véase gráfico 4.1). En cambio, el crédito destinado a otros fines mostró una ralentización. El dinamismo de los pasivos de los hogares se reflejó en un nuevo incremento de la ratio de deuda, en relación con la renta bruta disponible del sector, y en un cierto aumento de la carga financiera soportada.

## 1.2 LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS DOMÉSTICAS

La programación de la política fiscal para el año 2004 se realizó bajo las premisas de la Ley de Estabilidad Presupuestaria (LEP), de modo que los Presupuestos Generales del Estado establecieron un objetivo de equilibrio para el saldo de las operaciones no financieras de las Ad-



FUENTES: Credit Trade y Banco de España.

a. Prima de seguros de riesgo crediticio a 5 años de las sociedades no financieras.

ministraciones Públicas, en términos de la Contabilidad Nacional. El escenario macroeconómico sobre el que se elaboraron las proyecciones presupuestarias suponía una recuperación del crecimiento del PIB —desde el 2,3% estimado para 2003 hasta el 3% proyectado para 2004— y una mejora en la tasa de inflación.

Por agentes, se esperaba que el Estado registrara un déficit de cuatro décimas del PIB, inferior en una décima al estimado para 2003, que sería compensado con un superávit de la Seguridad Social de la misma cuantía, mientras que las cuentas de las Administraciones Territoriales debían quedar en equilibrio. Los presupuestos proyectaban, asimismo, una nueva reducción de la ratio de deuda en relación con el PIB, hasta quedar situada ligeramente por debajo del 51% al concluir el año. Por último, se establecía una dotación para el fondo de reserva de las pensiones de 3.007 millones de euros, con objeto de dejar situado dicho fondo de reserva en el 1,9% del PIB.

Los objetivos del Presupuesto de 2004 se plantearon como una prolongación de la política fiscal seguida en los años precedentes, basada en la estabilidad presupuestaria y dirigida a fomentar el esfuerzo inversor y la mejora de las políticas sociales. Las cifras correspondientes al gasto consolidado del Estado, los organismos autónomos y la Seguridad Social reflejaban estas prioridades, dado que preveían incrementos de los gastos destinados a pensiones, incapacidad temporal, fomento del empleo e inversión superiores al crecimiento del PIB. También se preveía un aumento de los gastos destinados a políticas de justicia y seguridad ciudadana superior a la media. En el caso de las políticas inversoras, cabe destacar el esfuerzo realizado a través de las aportaciones patrimoniales para el desarrollo de inversiones en infraestructuras ferroviarias, de carreteras e hidráulicas, que experimentaron un incremento del 43% en 2004.

Desde el punto de vista de las medidas adoptadas, los Presupuestos Generales del Estado de 2004 tuvieron asimismo un carácter continuista. Por el lado del gasto, se aprobaron criterios menos restrictivos para la contratación de personal al servicio de las Administraciones Públicas, por segundo año consecutivo, y, aunque el incremento de los salarios públicos se

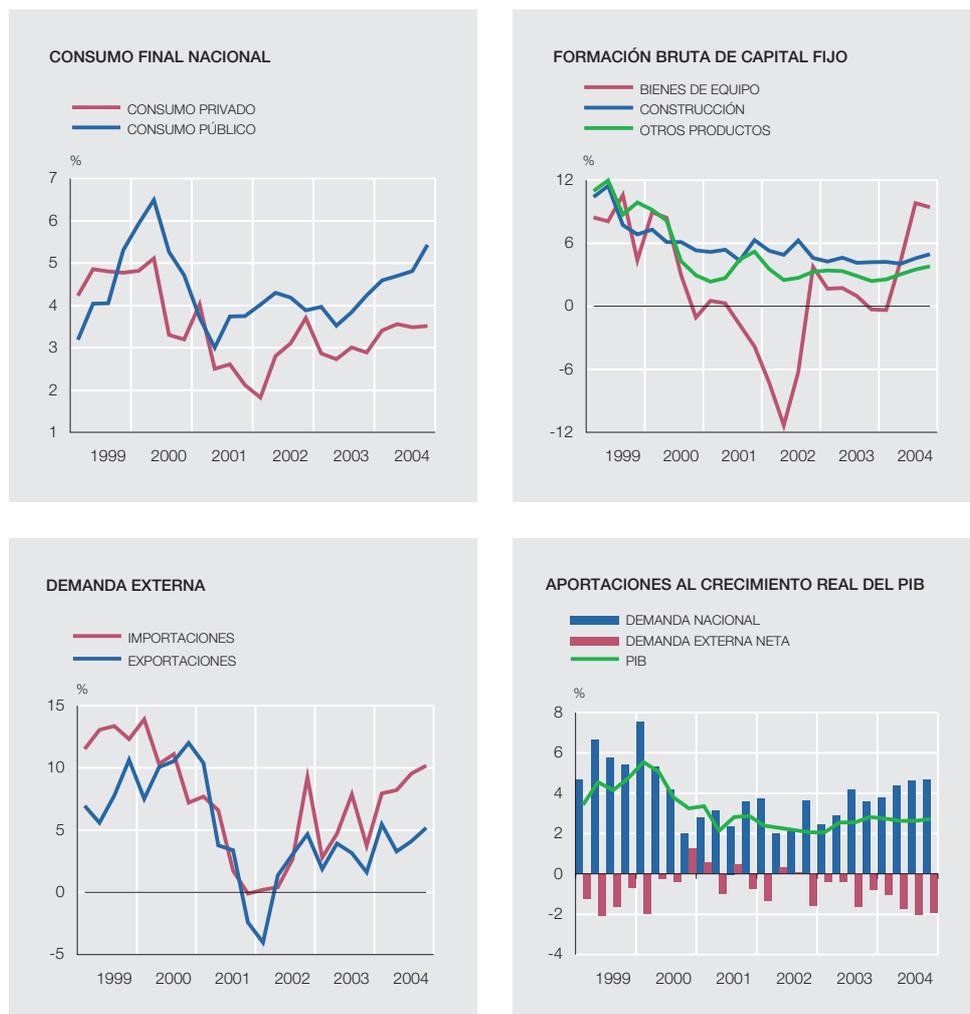
mantuvo en un 2%, se introdujo una mejora en las pagas extraordinarias y se efectuó una aportación al fondo de pensiones de los funcionarios de un 0,5% de la masa salarial. Por otra parte, la actualización de las pensiones se fijó en el 2% y se introdujeron mejoras en las pensiones más bajas, en especial en las de viudedad. Por último, la partida destinada a cubrir las bonificaciones a las cuotas de la Seguridad Social para el fomento del empleo estable se incrementó notablemente. Por el lado de los ingresos, las novedades de los Presupuestos fueron muy reducidas: por un lado, se congelaron los impuestos especiales y, por otro, se tomó la decisión de no deflactar el IRPF.

Este conjunto de actuaciones dotaba a la política fiscal de una orientación ligeramente expansiva en 2004, valoración que se vio corroborada por las estimaciones del saldo estructural primario, obtenidas a partir de las proyecciones macroeconómicas y presupuestarias. Ello era compatible, no obstante, con el mantenimiento de un ligero superávit del saldo estructural de las Administraciones Públicas (AAPP), del 0,1% del PIB, lo que aseguraba el cumplimiento del Pacto de Estabilidad, que obliga a mantener los saldos públicos en equilibrio o con superávit en el medio plazo.

El cambio de Gobierno que se produjo en el mes de marzo no modificó las directrices generales de la política fiscal, que continuó orientada a la estabilidad presupuestaria. Los Escenarios de Estabilidad Presupuestaria Plurianuales que se aprobaron en la primavera, como paso previo para la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado de 2005, según lo establecido en la LEP, definieron unas proyecciones para las cuentas de las AAPP que, partiendo de una posición de equilibrio en 2005, finalizaban en 2007 con un superávit del 0,5% del PIB. Cabe señalar, por otra parte, que el Gobierno anunció una reforma de la LEP, que se encuentra en discusión, que permitirá cumplir con el objetivo de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo económico, en lugar de anualmente. Asimismo, se proclamó un compromiso con la transparencia de la actividad del sector público, que se ha traducido, principalmente, en el establecimiento de una serie de mandatos y de calendarios para la difusión de información estadística referida a la actividad del Estado, las Comunidades Autónomas (CCAA) y la Seguridad Social.

En el mercado de trabajo, las políticas de fomento del empleo estable y de impulso a la participación siguieron estando basadas en la combinación de bonificaciones a las cotizaciones a la Seguridad Social, correspondientes al contrato de fomento del empleo estable, así como en las políticas activas de empleo. Se ha abierto, asimismo, un proceso de diálogo social entre representantes de los agentes sociales y del Gobierno, en el que se pretende negociar las reformas del mercado de trabajo. En este marco, se ha puesto en marcha un proceso de revalorización progresiva del salario mínimo interprofesional (SMI), cuyo primer paso se dio el 1 de julio, con un aumento del 6,6%, al objeto de recuperar el poder adquisitivo que el SMI perdió en los cuatro años anteriores. Con el fin de limitar los efectos inflacionistas de esta medida, se tomó la decisión de desvincular las cuantías de las prestaciones, ayudas y subvenciones públicas, que hasta entonces estaban referenciadas al SMI, de los incrementos acordados para esta variable. A estos efectos, se creó una nueva referencia, en sustitución del SMI —el denominado indicador público de rentas con efectos múltiples (IPREM)—, que se mantuvo en la cuantía del SMI previa al inicio del proceso de revalorización. Al concluir el año 2004 se aprobó una segunda elevación del SMI, del 4,5%, que se irá completando en años sucesivos, hasta situarlo en torno a una cuantía de 600 euros mensuales al concluir la legislatura.

En materia de vivienda y suelo, en el mes de julio se aprobó el Plan de medidas urgentes, que recoge las grandes líneas de actuación previstas para los próximos años, la mayoría de las cuales se dirigen a estimular la oferta de viviendas protegidas, de viviendas de alquiler o de



FUENTE: INE.

a. Contabilidad Nacional base 1995. Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad en términos reales.

suelo<sup>1</sup>. En el ámbito del comercio, hay que destacar el proyecto de Ley sobre horarios comerciales, que redujo el número de días festivos que los establecimientos comerciales deberán permanecer abiertos al público, así como el horario global mínimo de apertura semanal<sup>2</sup>. Las líneas más generales de actuación del nuevo Ejecutivo se anunciaron a principios de 2005, con la presentación del Plan de dinamización de la economía y de fomento de la productividad, dirigido a estimular un patrón de crecimiento económico más sustentado en ganancias de productividad y que mantenga la creación de empleo. El primer bloque de medidas del Plan —que se pondrá en marcha en diversas etapas—, aunque limitado en su alcance, consta de numerosas actuaciones de carácter sectorial, regulatorio y tributario, orientadas a facilitar el funcionamiento eficiente de sectores como el energético y el de transportes, así como la transparencia en la actuación de las Administraciones Públicas.

## 2 La demanda

Como se ha descrito en la sección anterior, el tono de las políticas macroeconómicas programadas en 2004 continuó siendo favorable para el crecimiento de la demanda nacional, que

1. En el momento de redactar este Informe solo la primera de las medidas que recoge el Plan se ha llevado a cabo, con el Real Decreto 1721/2004, de 23 de julio, y su finalidad es favorecer las actuaciones protegidas en materia de vivienda y fomentar el arrendamiento de viviendas. 2. También se aprobó el Proyecto de Ley para combatir la morosidad comercial que introdujo algunas limitaciones sobre el plazo de pago a proveedores.

	% PIB		TASAS DE VARIACIÓN					
	1995	2004	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>HOGARES E ISFLSH</b>								
Gasto en consumo final	59,8	60,3	4,7	4,1	2,8	2,9	2,9	3,5
<i>Consumo duradero</i>	5,7	7,3	12,9	0,8	1,9	-3,0	4,3	9,6
<i>Consumo no duradero</i>	54,1	53,0	3,6	4,6	2,9	3,6	2,7	2,7
Inversión interna residencial (b)	5,7	7,3	8,6	8,6	1,2	7,3	6,1	6,5
<b>EMPRESAS</b>								
Inversión productiva privada (c)	12,6	14,3	9,9	7,0	2,8	-2,8	2,0	3,4
<i>Construcción y otros productos</i>	6,3	7,0	11,2	10,7	7,7	1,2	3,8	2,4
<i>Equipo y otros productos</i>	6,3	7,3	9,0	4,3	-1,2	-6,2	0,3	4,4
<b>ADMINISTRACIONES PÚBLICAS</b>								
Gasto en consumo final	18,1	18,8	4,2	5,6	3,5	4,1	3,9	4,9
Formación bruta de capital fijo	3,7	3,6	4,8	-5,4	7,9	10,9	2,2	5,9
<i>Construcción y otros productos</i>	2,9	2,6	5,0	-10,4	8,6	11,9	0,9	4,5
<i>Equipo y otros productos</i>	0,8	1,0	4,5	10,4	5,9	8,3	5,9	9,3
<b>PRO MEMORIA</b>								
Formación bruta de capital fijo	22,0	25,2	8,8	5,7	3,0	1,7	3,2	4,6
<i>Equipo</i>	6,1	7,0	7,8	4,7	-1,2	-5,4	1,0	5,8
<i>Construcción</i>	12,6	14,2	9,0	6,2	5,3	5,2	4,3	4,4
<i>Otros productos</i>	3,3	3,9	10,3	6,1	3,7	3,0	3,0	3,2

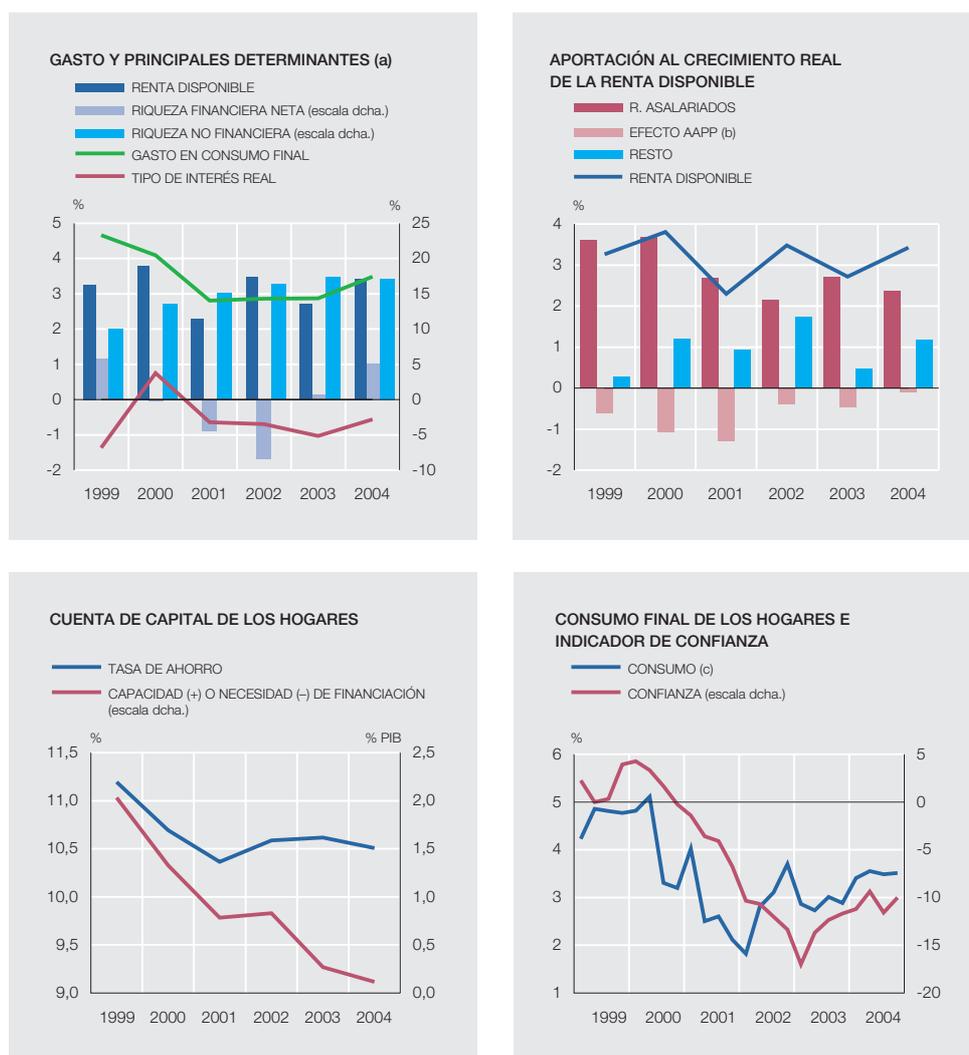
FUENTES: INE y Banco de España.

- a. Contabilidad Nacional base 1995. Datos en términos reales.  
 b. Excluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.  
 c. Incluye la inversión realizada por los empresarios autónomos.

reforzó su elevado dinamismo, incrementándose un 4,7%, por encima del 3,8% de 2003, según las nuevas estimaciones de la CNE, base 2000. A este mayor crecimiento contribuyeron especialmente las familias y las AAPP, puesto que tanto el consumo privado como el público se aceleraron significativamente, alcanzando tasas del 4,3% y del 6,4%, respectivamente. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se desaceleró hasta el 4,4%.

Antes de continuar con el análisis de la economía española, que se desarrolla en esta y en las siguientes secciones, cabe recordar que, en su mayor parte, se ha realizado con los datos de la CNE base 1995, que han sido los únicos disponibles en el momento de elaborar el Informe. Ha habido dos excepciones a esta regla: el mercado de trabajo —para el que se ha dispuesto de las nuevas proyecciones de la EPA, publicadas en marzo de 2005— y las AAPP —puesto que en febrero de este año la IGAE hizo públicas las estimaciones para la base 2000—. Las cifras de la nueva base 2000 de la CNE, que se conocieron en el mes de mayo, no han podido ser incorporadas al análisis. Estas estimaciones han supuesto cambios significativos en el nivel y en la evolución de los principales agregados macroeconómicos, lo que obliga a tomar con necesaria cautela el análisis que sigue.

En términos de la CNE base 1995, la demanda interna creció un 4,2% en 2004. Su perfil de aceleración a lo largo del año fue el resultado, principalmente, de la notable recuperación de la inversión en bienes de equipo, así como del mayor crecimiento de la inversión en construcción en la parte final del año, mientras que el consumo privado mantuvo una evolución más estable (véase gráfico 4.2). Como se observa en el cuadro 4.1, el consumo final de los hogares aumentó un 3,5% en 2004, tasa que resultó ser superior en seis décimas a la del año 2003. Entre los distintos componentes del consumo, se observó una notable aceleración del gasto



FUENTES: INE y Banco de España.

- a. Tasas de variación real. Los tipos de interés están en variaciones absolutas.
- b. Incluye prestaciones sociales, cotizaciones sociales e impuestos sobre renta y patrimonio.
- c. Tasa de crecimiento interanual de la serie real ajustada de estacionalidad del gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH.

en bienes duraderos, tanto en automóviles como en el resto, mientras que se estima que el gasto en bienes no duraderos y en servicios experimentó un crecimiento similar al de 2003.

Entre los factores que contribuyeron al avance del consumo en 2004 cabe citar, en primer lugar, la renta disponible, que se aceleró en relación con el año anterior. Además, dado que los precios de consumo se incrementaron a una tasa similar a la de 2003, la aceleración de la renta bruta disponible se trasladó por completo a la renta en términos reales, cuyo crecimiento fue del 3,4%, siete décimas por encima del incremento registrado en 2003. Este mayor avance se debió, principalmente, a una aportación neta de las Administraciones Públicas menos contractiva de lo habitual y al comportamiento del excedente de los empresarios individuales (véase gráfico 4.3). A su vez, la mayor contribución del sector público al crecimiento de la renta de las familias fue consecuencia del comportamiento de las prestaciones sociales, influidas, en parte, por el efecto de la indiciación de las pensiones. Asimismo, el aumento de la cobertura del desempleo, y el de los límites mínimo y máximo de las prestaciones correspondientes, impulsaron el crecimiento de esta rúbrica. La contribución de las rentas salariales

a la renta disponible experimentó, en cambio, un descenso, debido al crecimiento más moderado del salario real, que reflejó el menor aumento de las tarifas salariales y un efecto más moderado de las cláusulas de salvaguarda, en relación con 2003. Las rentas salariales se beneficiaron, no obstante, del comportamiento favorable que siguió manifestando el empleo, que intensificó su ritmo de avance en 2004.

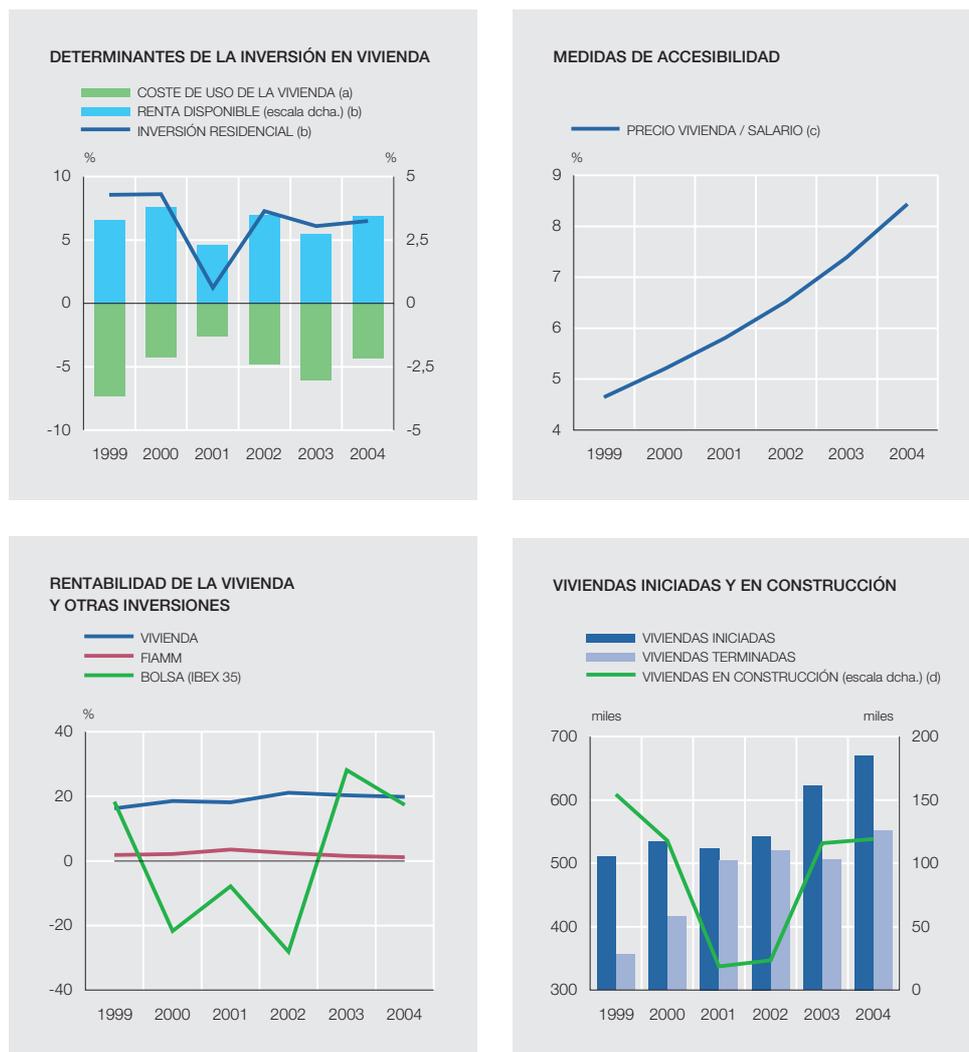
Como se ha señalado en el primer apartado, los tipos de interés se mantuvieron relativamente estables en 2004, si bien el coste de los créditos se redujo ligeramente. En general, los descensos de los tipos de interés de los últimos años han permitido limitar el aumento de la carga financiera de las familias, aunque la contribución neta de los intereses al crecimiento de la renta disponible sigue siendo negativa. Durante el pasado año, la ligera reducción en los tipos de interés nominales se trasladó a los tipos reales, contribuyendo al dinamismo del consumo.

Por último, en 2004 el patrimonio neto de los hogares ejerció una influencia expansiva sobre el consumo, aún más intensa que en años anteriores (véase gráfico 4.3). Tanto la riqueza inmobiliaria, que continuó creciendo a un ritmo muy elevado, impulsada por el incremento del precio de la vivienda, como la riqueza financiera neta, cuyo crecimiento medio fue superior al del año 2003, favorecieron la expansión del gasto de las familias y una disminución de la tasa de ahorro. Por su parte, la confianza de los consumidores, que había experimentado una clara mejoría en la segunda mitad de 2003, se mantuvo estable durante el año 2004 (véase gráfico 4.3). Cabe destacar la mejora en la percepción de los hogares sobre la posibilidad de ahorrar en el futuro, lo que podría sugerir un alza de sus expectativas de renta, elemento que habría contribuido también a determinar un descenso de la tasa de ahorro en 2004. Además, el bajo nivel que mantienen los tipos de interés reales y, por consiguiente, el coste de oportunidad del consumo tampoco resultan favorables para la recuperación de la tasa de ahorro.

La inversión interna residencial realizada por las familias continuó creciendo a un ritmo elevado en 2004, en el entorno del 6%. A este dinamismo contribuyeron los distintos determinantes de la demanda de vivienda, de manera señalada el crecimiento de la renta real y de la riqueza acumulada en los últimos años. Asimismo, la disminución del coste de uso —que incorpora el efecto de los tipos de interés y de la revalorización de estos activos— continuó ejerciendo un efecto expansivo sobre la inversión residencial, aunque con menor intensidad que en los dos años anteriores (véase gráfico 4.4). Sin embargo, la accesibilidad de la vivienda, medida en términos de la relación entre el precio de mercado de las viviendas y el salario medio, registró un nuevo empeoramiento, especialmente efectivo para los compradores potenciales con menor patrimonio neto acumulado.

Los factores demográficos han impulsado también la demanda de vivienda principal en los últimos años. La creación de nuevos hogares —con un promedio anual de 240.000— se ha situado desde 1997 por encima del valor medio de la década de los ochenta y primera mitad de los noventa. A ello han contribuido la llegada a la edad adulta de las generaciones de los años sesenta y principios de los setenta, período de fuerte expansión de la natalidad, y la reducción del tamaño medio de los hogares, debido al envejecimiento de la población y, en general, al cambio en los modelos tradicionales de formación de hogares. Más recientemente, el extraordinario crecimiento de la población inmigrante ha constituido un factor expansivo de la creación de nuevos hogares. Aunque posiblemente su incidencia sobre la adquisición de viviendas es todavía reducida, su impacto sobre la demanda de vivienda en alquiler debe de ser más significativo.

La utilización de la vivienda como forma de colocación de riqueza siguió siendo un motivo importante dentro de la demanda de activos inmobiliarios, en 2004, debido a la atractiva rentabilidad proporcionada por la inversión en activos reales frente a otras colocaciones



FUENTES: INE, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

- a. Variación real.
- b. Contabilidad Nacional, base 1995. Tasas de variación real.
- c. Salario aproximado por el coste salarial anual de la ETCL.
- d. Variación anual: viviendas iniciadas menos viviendas terminadas.

alternativas (véase gráfico 4.4). En efecto, aunque al inicio de 2004 se mantuvo la recuperación bursátil de finales del año 2003, los índices de bolsa experimentaron fluctuaciones durante el resto del año, de modo que la rentabilidad media de la inversión en activos de renta variable resultó, nuevamente, inferior a la de la inversión en vivienda —incorporando el alquiler—. Por último, un segmento importante de la demanda de vivienda —el que procede de no residentes— frenó significativamente su avance durante el año pasado, según se desprende del descenso que experimentaron los flujos netos para adquisición de inmuebles dirigidos a España, que contrasta con el crecimiento registrado en años anteriores.

En conjunto, el gasto de los hogares en consumo e inversión residencial mantuvo un tono expansivo en 2004, registrando una aceleración, que fue especialmente intensa en el gasto en bienes duraderos. Este comportamiento se tradujo, como ya se ha señalado, en un descenso de la tasa de ahorro y, también, en un retroceso de la capacidad de financiación del sector, que se situó en valores muy próximos a cero (véase gráfico 4.3). De este modo, las familias, que

históricamente han sido un sector proveedor de fondos al resto de la economía, redujeron a un nivel prácticamente nulo su capacidad de financiación.

Por lo que se refiere a la demanda ejercida por las Administraciones Públicas, en el año 2004, el gasto en consumo final creció un 4,9%, en términos reales, por encima del 3,9% del año anterior (véase cuadro 4.1). En términos nominales, se observó asimismo una aceleración, desde el 7,4% de aumento en 2003, al 9,8% en 2004. Aunque esta tasa podría estar algo sesgada al alza (los datos de las cuentas de las AAPP en la base 2000, publicados por la IGAE, apuntan a una aceleración menor, hasta el 8,7%), es indicativa, en cualquier caso, del repunte experimentado por el consumo público durante el pasado año. Entre los componentes de este agregado, la remuneración de asalariados creció un 7,4%, frente a un 6,6% el año anterior, a pesar de que el ritmo de creación de empleo público se redujo significativamente. Las compras de consumos intermedios se aceleraron significativamente, reflejando, en parte, algunos gastos excepcionales en material militar.

Por su parte, se estima que la inversión pública creció un 5,9% en términos reales, en 2004, lo que supone una aceleración respecto al año 2003. Esta cifra está afectada, no obstante, por la reorganización del sector ferroviario, llevada a cabo el pasado año, que supuso la asunción de la red ferroviaria convencional por parte del Estado. Si se corrige de este efecto, la tasa de variación de la inversión de las AAPP en 2004 pasaría a ser ligeramente negativa. Asimismo, debe tenerse en cuenta que las cifras de inversión pública no incluyen la inversión en construcción canalizada a través de entidades públicas estatales del grupo del Ministerio de Fomento, que se contabiliza como inversión del sector privado. La licitación oficial —que sí incorpora la obra licitada por estas empresas— tuvo un comportamiento asimétrico a lo largo del pasado año. Hasta el mes de junio el volumen de obra licitada, influido posiblemente por el período electoral, registró un recorte de magnitud similar al observado en el conjunto de 2003; sin embargo, a partir de los meses de verano, se produjo un notable reforzamiento de la obra licitada, que cerró el año 2004 con un crecimiento acumulado del 18%. Este relanzamiento fue particularmente intenso en el tramo de obra civil, que aumentó un 24%, como resultado, en su mayor parte, de las obras licitadas directamente por el Ministerio de Fomento, mientras que la licitación realizada por las empresas vinculadas a ese Ministerio (AENA, GIF/ADIF, RENFE, Puertos, etc.), que en los últimos años había mostrado un gran dinamismo, creció de forma mucho más moderada, con la excepción del ente público de Puertos del Estado.

La información procedente del Plan Estratégico de Infraestructuras y Transportes (PEIT), presentado en el mes de diciembre de 2004, apunta hacia un mantenimiento de la fortaleza de la inversión en obra pública a lo largo de los próximos ejercicios, ya que el PEIT estima inversiones en infraestructuras —principalmente viarias y ferroviarias— por un importe superior a los 240.000 millones de euros, para el período 2005-2020. Dichas infraestructuras se financiarían en un 60% por vía presupuestaria, mientras que el restante 40% sería financiación privada (de usuarios y empresas concesionarias). En este contexto, la inversión prevista en los Presupuestos Generales del Estado para el año 2005 incorpora un incremento de la inversión en infraestructuras del 10% en términos homogéneos; es decir, teniendo en cuenta la reordenación del sector ferroviario, que implica el traspaso al Estado de los gastos de mantenimiento de la red ferroviaria convencional.

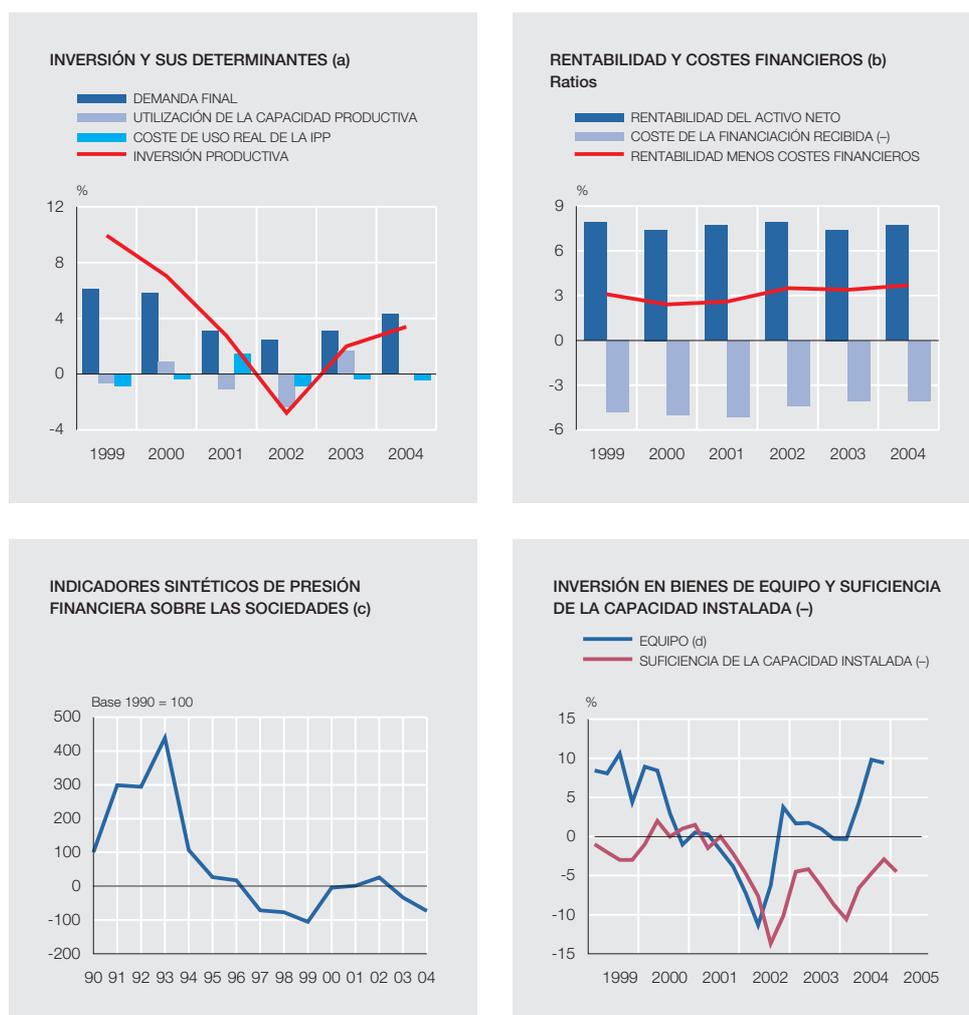
Se estima que la formación bruta de capital fijo realizada por las empresas registró un aumento del 3,4%, en términos reales, en el año 2004, superior al 2% del año precedente; de hecho, la recuperación experimentada por la inversión de las empresas en 2004 fue más intensa de lo que señalan estas cifras, pues se encuentran afectadas por la reorganización ferroviaria, comentada antes. Según las cifras de la CNE, base 1995, recogidas en el cuadro 4.1, la recuperación de la

inversión productiva privada obedeció al notable impulso de la inversión en equipo y estuvo sostenida, también, por la inversión en construcción, de forma que ambos componentes contribuyeron al crecimiento de este agregado, a diferencia de lo ocurrido en los años anteriores, en los que el avance de la inversión empresarial se concentró en mayor medida en la construcción. Como se desprende de los párrafos relativos a la obra pública, en el caso de la construcción, las empresas públicas encargadas de la construcción de infraestructuras, cuyo papel de sostenimiento de la inversión productiva fue muy importante en años anteriores, tuvieron una actividad más moderada en 2004. En términos del perfil interanual, se estima que la inversión productiva experimentó una notable aceleración en la segunda mitad del año, siguiendo la evolución de la inversión en equipo, que, según la CNTR, cerró el año 2004 con un crecimiento interanual del 9,5% en el cuarto trimestre, período en el que el equipo pasó a convertirse en el componente más dinámico de la demanda interna. En conjunto, según la Contabilidad Nacional, base 1995, el total de la formación bruta de capital fijo —incluidas la inversión pública y la inversión residencial— habría aumentado un 4,6% en 2004, frente al 3,2% de 2003. Por tipos de producto, la inversión en bienes de equipo se habría incrementado un 5,8%, tras su estancamiento en 2003 (1%), y la inversión en construcción un 4,4%, en línea con el año anterior. Los datos de la nueva base 2000 sitúan el avance de la formación bruta de capital fijo en 2004 en el 4,4%, próximo al de la base 1995, pero con una evolución y una composición diferentes. En particular, recogen un mayor aumento de la construcción, si bien con una tendencia a la desaceleración, y un crecimiento estable del equipo en torno al 2% (véase recuadro 1.1). No se dispone todavía de la desagregación de estas cifras por sectores institucionales.

El comportamiento moderadamente expansivo de la inversión productiva en el conjunto de 2004, que alcanzó una mayor firmeza en la segunda parte del año, responde a la evolución favorable de sus principales determinantes. En el gráfico 4.5, que ilustra la evolución de los condicionantes de este agregado, se observa que durante el pasado año el renovado dinamismo de demanda, el recorte adicional experimentado por el coste de uso de capital y, en general, la mejora en la posición financiera de las empresas configuraron un contexto, en principio, muy propicio para el gasto en inversión.

En concreto, la demanda final, apoyada tanto en el gasto interior como en las exportaciones, experimentó un avance del 4,3% en 2004, con un perfil de aceleración en la segunda mitad del ejercicio, y fue uno de los principales factores detrás del avance de la inversión. El mayor crecimiento de la demanda a lo largo de 2004 dio lugar a un incremento de la utilización de la capacidad productiva instalada en la industria, cuya media anual se situó en el 79%, ligeramente por encima de su media histórica (78,2%). De la misma forma, el porcentaje de empresas industriales que valoraban como excesiva su capacidad instalada disminuyó de forma continua durante el año, y el indicador de clima en la industria de bienes de equipo mostró una mejora, como consecuencia de la revisión al alza en las expectativas de producción, apoyada en un incremento de la cartera de pedidos, especialmente en su tramo interior.

Por su parte, el coste de uso del capital en términos reales disminuyó, por tercer año consecutivo, como consecuencia de la notable revalorización de los bienes de inversión —aproximada por el deflactor de la inversión productiva privada—, en un contexto de tipos de interés bajos y primas de riesgo reducidas. En general, la recuperación de la inversión empresarial a lo largo del año vino apoyada en la favorable evolución de sus determinantes financieros. De acuerdo con la información correspondiente a las Cuentas Financieras, la brecha de financiación —variable que mide los recursos netos necesarios para acometer la inversión de las empresas— se redujo ligeramente en el año 2004. Por su parte, los datos correspondientes a la Central de Balances Trimestral muestran que los beneficios ordinarios de las empresas experimentaron una evolución muy favorable, bastante generalizada por sectores. En estas circunstancias, la ratio de endeudamiento mantuvo un perfil



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

- a. Tasas de variación real y variaciones absolutas para el grado de utilización de la capacidad productiva instalada y para el coste de uso real de la IPP.
- b. Datos obtenidos de la CBA hasta 2003 y de la CBT para 2004.
- c. Es la media agregada ponderada por el stock de capital, con base 100 en 1990. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la de referencia.
- d. Tasa de crecimiento interanual de la serie real ajustada de estacionalidad de la formación bruta de capital fijo en bienes de equipo (CNTR, base 1995).

descendente, ya que las empresas de la muestra —que en su mayoría son grandes empresas— habrían acometido sus proyectos de inversión sin necesidad de apelar, en términos netos, a los mercados financieros. La evolución positiva de los resultados empresariales, en un contexto de reducción de la ratio de endeudamiento y de la carga financiera, determinó una mejora del indicador sintético de presión financiera sobre la inversión (véase gráfico 4.5).

En definitiva, la inversión productiva finalizó el año 2004 dentro de una tendencia expansiva, que parece responder, finalmente, a las favorables condiciones de demanda y de financiación, después de que el sector empresarial haya completado, en buena medida, el proceso de saneamiento emprendido en los primeros años de esta década. En este sentido, las perspectivas para el año 2005 apuntan a un elevado dinamismo y, de hecho, así parecen indicarlo las expectativas de beneficio a medio plazo. No obstante, algunas de las tendencias que caracterizan a la economía española, como el bajo crecimiento de la productividad o los problemas de competitividad, podrían afectar eventualmente a los planes de inversión empresarial.

Pasando a analizar la demanda exterior, de acuerdo con la Contabilidad Nacional, base 1995, las exportaciones reales de bienes y servicios se aceleraron en 2004, al avanzar un 4,3%, frente al 2,6% registrado en 2003. No obstante, los nuevos datos de la Contabilidad base 2000 apuntarían hacia una desaceleración de este agregado, desde tasas algo más elevadas en 2003. Por componentes, las exportaciones de bienes se incrementaron un 6,5% en términos reales, según la base 1995, mientras que las de servicios se contrajeron por tercer año consecutivo, cerrando el año con un descenso del 0,9% (-0,3% en 2003). Esta evolución de las exportaciones se produjo en un contexto de notable aceleración del comercio mundial, que se reflejó en un aumento de los mercados de exportación de España algo más moderado, dado el reducido peso de los mercados más dinámicos en la estructura del comercio exterior español. Por otra parte, la revalorización del euro fue parcialmente contrarrestada por la contención de los precios de exportación, lo que limitó la pérdida de competitividad asociada a la evolución del tipo de cambio. Como resultado de la combinación de estos factores, las exportaciones españolas crecieron a un ritmo menor que los mercados mundiales, lo que dio lugar a una reducción de su cuota en términos reales (véase gráfico 4.6).

Atendiendo con más detalle a los determinantes de las exportaciones de bienes, como se ha señalado, la demanda mundial continuó en 2004 la expansión iniciada en el segundo semestre del año 2003. El crecimiento del comercio mundial se apoyó en la aceleración de las compras al exterior de Estados Unidos, Japón y los países latinoamericanos, así como en el mantenimiento de la fortaleza de las importaciones de los países del Sudeste asiático, y del centro y este de Europa, mientras que las importaciones de los países del área del euro y del Reino Unido se aceleraron en menor medida. En conjunto, el avance del comercio mundial en 2004 en términos reales fue del 9,9%, tras el 5,3% registrado en 2003, mientras que el crecimiento de los mercados de exportación de España fue más moderado —un 8,6%—, debido a que las ventas dirigidas a la UE tienen un peso de más de dos tercios.

Por otra parte, en 2004 se produjo una nueva pérdida en la competitividad precio de los productos españoles. El euro continuó apreciándose respecto al dólar —un 9,9%—, así como frente a la mayor parte de las principales divisas. En consecuencia, el componente nominal de los índices de competitividad de la economía española frente al conjunto de países desarrollados no pertenecientes a la UEM se revalorizó un 2,3%, situando la apreciación acumulada desde el año 2002 en el 16,1%. Como viene sucediendo en los últimos años, las empresas exportadoras españolas mitigaron el encarecimiento relativo de sus productos derivado de esta apreciación moderando los precios de exportación. En este sentido, los datos de la Contabilidad Nacional, base 1995, han reflejado un descenso del deflactor de las exportaciones de bienes del 1,1%, que habría permitido compensar la mayor parte de la pérdida de competitividad asociada a la evolución del tipo de cambio. No obstante, el comportamiento de los índices de valor unitario (IVU) de las exportaciones de bienes, que se aceleraron moderadamente en 2004, al crecer un 1%, indicaría que dicha compensación no fue completa. Tomando los IVU como referencia, se obtiene una pérdida de competitividad precio de los productos españoles frente a los países no pertenecientes al área del euro, mientras que la competitividad frente a los países de la zona del euro se habría mantenido estable.

Según los datos del comercio exterior que elabora la Dirección General de Aduanas, deflactados por los IVU correspondientes, las exportaciones de bienes registraron un crecimiento del 5,2% en términos reales, en 2004, por debajo de las estimaciones de la Contabilidad Nacional. A nivel desagregado, las ventas dirigidas a los países de la UE se incrementaron en un 3,4%, frente al 7% registrado en 2003, con un perfil de menor crecimiento en la primera mitad del ejercicio y de recuperación en el segundo semestre, reflejando las elevadas tasas de crecimiento de las exportaciones en los primeros meses de 2003. Por su parte, las exportaciones



FUENTES: FMI, OCDE, INE 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 la OCDE.
- f. Inversa del índice de precios industriales en relación con el deflactor de las importaciones españolas.
- g. Aportaciones al crecimiento.

fuera de la UE mantuvieron un notable dinamismo, con un avance del 10%, en línea con el mayor empuje de la demanda en estas economías. Por países, entre los miembros de la UE, cabe destacar la notable moderación de las ventas a Alemania y la caída de las exportaciones a Italia y a los países de la ampliación, mientras que se aceleraron las exportaciones a Portugal y, en menor medida, a Francia y el Reino Unido. En cuanto a los países no pertenecientes a la UE, se produjo una recuperación en la mayoría de los mercados, tras los retrocesos observados en 2003, destacando la experimentada por las ventas a Japón y a los países de la OPEP, cuya capacidad de compra se vio ampliada por la evolución del precio del crudo; sin embargo, las ventas a Estados Unidos crecieron a tasas muy modestas.

Por su parte, las exportaciones de servicios, en términos reales, experimentaron un descenso en 2004, por tercer año consecutivo, debido, en buena medida, a la evolución del consumo

de no residentes, que, según las estimaciones disponibles de la Contabilidad Nacional, base 1995, se redujo un 1,8% (véase gráfico 4.6). Este retroceso se produjo en un contexto de notable expansión del turismo mundial, que, de acuerdo con los datos de la Organización Mundial del Turismo, se incrementó un 10% en 2004, en términos del número de turistas. El incremento del número de turistas llegados a España, un 3,2%, tras una caída del 1% en 2003, supuso, por tanto, una reducción de 0,5 pp en la cuota española en el turismo mundial, medida por el número de visitantes, hasta el 7%; a pesar de ello, España se mantuvo como segundo destino turístico, por detrás de Francia. La continuación de la tendencia a la reducción del gasto por turista y de la duración media de su estancia explica, en parte, la aparente disparidad entre el aumento del número de turistas y la reducción de los ingresos.

Algunos acontecimientos que tuvieron lugar a lo largo de 2004 contribuyeron a limitar el número de visitantes, especialmente en los dos trimestres centrales del año; en particular, los atentados del 11 de marzo en Madrid y los eventos deportivos que se desarrollaron en Portugal y Grecia, en los meses de verano. En cuanto a los determinantes fundamentales de la demanda de turismo, se produjo una recuperación de la renta en los principales países emisores, especialmente europeos. Sin embargo, esta mejoría de la demanda se vio compensada por las pérdidas de competitividad precio y, en general, por la creciente presión competitiva que ejercen otros destinos. Por una parte, los precios turísticos crecieron por encima de los de destinos alternativos y los de los mercados emisores, debido al amplio diferencial de inflación respecto al área del euro y a la evolución del tipo de cambio. Por otra parte, la competencia de algunos destinos emergentes, especialmente del centro y el este de Europa y del Mediterráneo oriental, se acentuó; estos destinos ofrecen una alternativa cercana y accesible para los turistas europeos respecto a destinos maduros como Francia, Italia y España. De hecho, de acuerdo con las estimaciones de la Organización Mundial del Turismo, las llegadas de turistas a Europa central y oriental se incrementaron un 8% en 2004, mientras que las entradas de turistas en los países de Europa meridional aumentaron en torno al 3%. Cabe señalar que la competencia de estos países es especialmente acusada en el sector de sol y playa, lo que concuerda también con la debilidad mostrada por los ingresos por turismo en los meses centrales de 2004.

El empuje del gasto final registrado en la economía española en 2004 contribuyó al dinamismo de las importaciones de bienes y servicios, que, de acuerdo con la Contabilidad Nacional, base 1995, registraron una intensa aceleración en términos reales, con un avance del 9%, frente al 4,8% de 2003. Las nuevas estimaciones de la base 2000 confirman la aceleración, aunque con menos intensidad. Las compras de bienes, en base 1995, alcanzaron un aumento próximo al 10%. Como ya se ha señalado, la demanda final creció un 4,3% durante el pasado año, tras el 3,1% del ejercicio anterior, reflejando una aceleración tanto de los principales componentes de la demanda interna como de las exportaciones. No obstante, el hecho de que a ese impulso contribuyeran especialmente la inversión en equipo y el consumo de bienes duraderos, componentes del gasto con un elevado contenido importador, intensificó sin duda la apelación a las compras exteriores. Además, la evolución de los precios impulsó también el incremento de importaciones, elevando su grado de penetración en el mercado interior español (véase el recuadro 1.4).

En relación con las importaciones de bienes, el incremento de los precios en dólares de las materias primas no energéticas y, en particular, de las cotizaciones del crudo fue contrarrestado solo de manera parcial por la apreciación del tipo de cambio del euro, propiciando, en conjunto, un aumento del 4,5% de los precios de los bienes intermedios importados (aproximados por los IVU correspondientes). Sin embargo, los precios de importación de los bienes de consumo registraron crecimientos muy moderados, del 0,4%, mientras que los de los

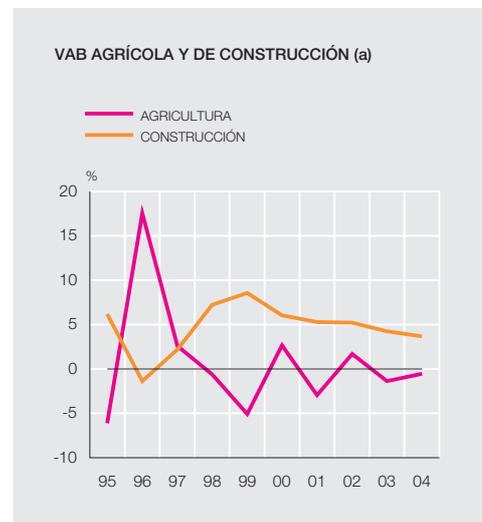
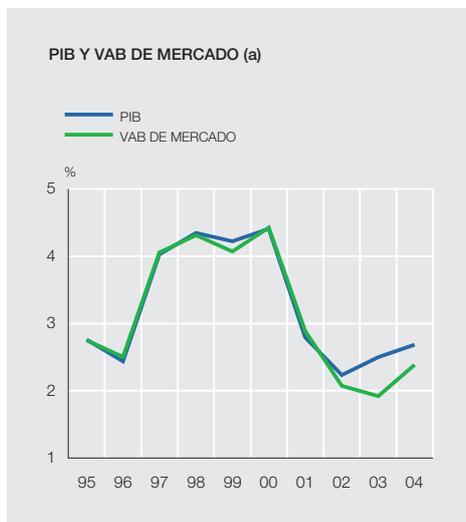
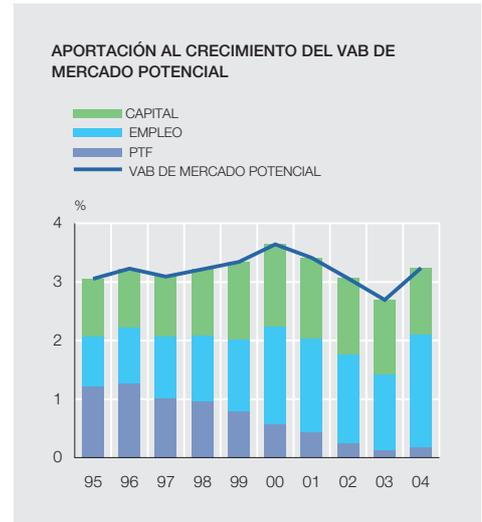
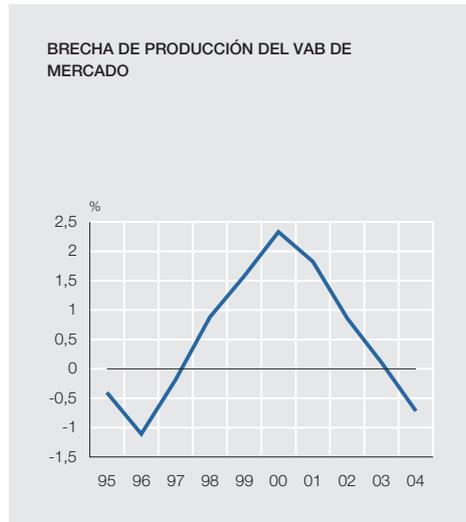
bienes de equipo se redujeron. En este contexto, según los datos de Aduanas, las importaciones de bienes crecieron un 9,8%, en términos reales, en el conjunto del año 2004. Por productos, las importaciones evolucionaron de manera acorde con los principales componentes de la demanda y con el comportamiento de sus precios. Las compras de bienes de equipo mostraron un notable dinamismo, incrementándose en un 14,9%, en términos reales, en el promedio del año, impulsadas por la recuperación de la inversión productiva privada, especialmente en el segundo semestre. Las compras de material de transporte se incrementaron un 21,2% nominal, las de equipos de oficina y telecomunicaciones un 14,7%, y las de maquinaria para la industria un 12,2%. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo —que fueron las principales responsables de la aceleración con respecto a 2003— registraron un crecimiento real del 13,4% en 2004, apoyadas en la fortaleza de las compras de bienes de consumo duradero, destacando las de automóviles y motocicletas (que se incrementaron un 24% nominal), los muebles (22,8%) y la electrónica de consumo (20,2%). Por último, las compras exteriores de bienes intermedios mostraron una evolución más moderada, con un crecimiento del 7,1%, en términos reales, en un contexto de moderada recuperación de la actividad industrial. Por áreas geográficas, las compras de bienes a la UE avanzaron un 7,3%, mientras que las procedentes del resto del mundo se incrementaron un 14,2%, impulsadas por la apreciación adicional del tipo de cambio, que limitó el crecimiento de los precios de importación en un contexto de encarecimiento del precio del petróleo.

Las importaciones de servicios registraron un crecimiento del 4,5%, superior al 2,8% observado en 2003. Esta evolución fue el resultado de combinar un crecimiento de los pagos por turismo a tasas máximas históricas, del 21,8% en términos reales, frente al 5% del año anterior, y una moderación de las importaciones de otros servicios. A la acusada aceleración del gasto por turismo de los residentes contribuyeron, por una parte, la evolución positiva de los determinantes del consumo y, por otra, la apreciación acumulada del tipo de cambio en los últimos años, que ha reducido notablemente el coste de los destinos de fuera del área del euro y, especialmente, de aquellos en los que se utiliza el dólar.

En definitiva, en el año 2004 las exportaciones de bienes y servicios registraron un crecimiento moderado e inferior al del comercio mundial, mientras que las importaciones se comportaron con un notable dinamismo (véanse los paneles inferiores del gráfico 4.2). Como consecuencia de esta evolución, la contribución negativa del sector exterior al crecimiento del PIB se amplió de manera significativa, hasta situarse en 1,7 pp, tras una detracción al crecimiento de 0,8 pp observada en 2003. Esta aportación negativa contrarrestó, en gran parte, el impulso expansivo experimentado por la demanda nacional, limitando la aceleración del producto: en el conjunto del año, el PIB creció un 2,7%, según estimaciones de la CNE, base 1995, dos décimas más que en 2003. Como se recoge en el mismo gráfico 4.2, a lo largo del año el perfil de evolución del producto fue bastante estable, al ampliarse progresivamente la contribución negativa de la demanda exterior a medida que se reforzaba el avance del gasto interior.

### 3 La actividad

Las nuevas cifras de la CNE, base 2000, han reflejado el mayor dinamismo mostrado por el PIB en el año 2004 —un 3,1%, frente al 2,9% de 2003—, que fue consecuencia de la recuperación del valor añadido de la economía de mercado, cuyo crecimiento, un 3%, superó en más de medio punto al 2,4% del año anterior. Por su parte, las cifras de la CNE base 1995 situaban el crecimiento del valor añadido de la economía de mercado en 2004 en el 2,4%, por debajo del crecimiento potencial determinado por la dotación de factores productivos, por lo que la distancia entre el nivel de producción alcanzado en 2004 y el potencial —la denominada brecha de producción o *output gap*— disminuyó un año más. Como se observa en la parte superior del gráfico 4.7, el crecimiento potencial de la economía de mercado aumentó en el año 2004, debido a la mejora de las aportaciones de la productividad total de los factores (PTF) y, sobre



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Contabilidad Nacional, base 1995. Tasas interanuales de variación real.

todo, del empleo potencial. En el caso de la PTF, el repunte fue apenas perceptible, aunque confirma la interrupción del patrón previo de descenso. Como se analiza con detenimiento en el capítulo 1 de este Informe, el avance del empleo potencial se inscribe en un proceso prolongado de aumento de la oferta de trabajo en España, que ha sido resultado de diversas influencias, la mayoría de las cuales han seguido actuando en 2004, como el aumento de la tasa de actividad —ligado a la inmigración y a la mayor incorporación de la mujer al mercado laboral—. También se observó en 2004 un nuevo descenso de la tasa de paro estructural. En definitiva, durante el pasado año el aumento del empleo volvió a ser el factor principal detrás del crecimiento del PIB, mientras que la incorporación de progreso técnico (a pesar de experimentar un ligero repunte) y el *stock* de capital apenas modificaron su contribución.

Todas las ramas de actividad de la economía de mercado ganaron dinamismo en 2004, con la excepción de la construcción, que perdió vigor, pese a seguir siendo la de mayor crecimiento. Aunque las condiciones climatológicas no fueron excesivamente benignas a lo largo del año, su mejora con respecto a 2003 permitió que el valor añadido de las ramas agraria y pesquera mostrase un comportamiento menos contractivo que en el año precedente (véase el gráfico 4.7), experimentando un descenso del 0,6% (-1,4% en 2003). La mayor parte de los cultivos registraron aumentos en su producción, pero en los casos en los que se produjeron pérdidas de cosecha, estas fueron importantes. En concreto, tanto la producción de frutas como la del olivar se contrajeron a tasas que superaron ampliamente los dos dígitos. La producción animal, por su parte, siguió la senda marcada en 2003, moderando su tasa de crecimiento, debido esencialmente a la pérdida de vigor de su componente de ganadería.

Como se observa en los paneles inferiores del gráfico 4.7, en el año 2004 las ramas de la industria y la energía experimentaron un nuevo impulso, que estuvo apoyado en la recuperación de las exportaciones y en el avance de la inversión en bienes de equipo, mientras que el consumo interno tuvo un menor efecto de arrastre de la demanda de los productos industriales nacionales. En conjunto, el año se cerró con un crecimiento del valor añadido industrial del 2,1%, ocho décimas más que en 2003, reduciendo ligeramente la brecha negativa que ya presentaba el año anterior en relación con su nivel tendencial. La evolución positiva de la actividad industrial y energética se enmarcó en un escenario de moderada expansión industrial en el conjunto del área del euro, que mostró, no obstante, síntomas de debilitamiento en los meses finales del año, tanto en esta zona como en España. Atendiendo al contenido tecnológico de las distintas actividades industriales, las caracterizadas por utilizar tecnología media-alta, que mantuvieron el tono mostrado en 2003, fueron las más dinámicas. Las actividades de contenido tecnológico bajo mostraron una cierta recuperación, mientras que las ramas de mayor contenido en tecnología experimentaron una contracción (véase el panel inferior derecho del gráfico 4.7). Por otro lado, las ramas industriales que utilizan intensivamente mano de obra continuaron contrayéndose a un ritmo similar al que lo hicieron en el año 2003, lo que impidió una mayor recuperación del empleo en la industria, que registró una destrucción neta de puestos de trabajo en 2004, según estimaciones de la CNE, base 1995, si bien con un perfil de mejora a lo largo del año.

De acuerdo con la Contabilidad Nacional, base 1995, la actividad en la rama de la construcción moderó su ritmo de crecimiento en el conjunto de 2004 en 0,6 pp, hasta el 3,7%. La desaceleración de la actividad constructora en 2004 fue continua, aunque moderada, de forma que su dinamismo siguió siendo superior al del resto de la economía. En consecuencia, la presión sobre la capacidad productiva del sector siguió siendo importante, y por sexto año consecutivo el nivel de producción superó al tendencial, aunque la brecha entre ambos se redujo. Por tipología de obra, la construcción de viviendas siguió mostrando los mayores incrementos, reflejando el elevado volumen de iniciaciones emprendidas en el año anterior y en

el propio 2004. La construcción de edificios para otros usos registró un crecimiento más moderado, sostenido en gran medida por la demanda de instalaciones industriales. Finalmente, la obra civil perdió tono en 2004, ante el menor vigor de la licitación oficial en el segundo semestre de 2003 y en la primera mitad de 2004; el impulso experimentado por la licitación oficial en este año se concentró en la segunda mitad del ejercicio, tras el paréntesis motivado por el cambio de legislatura.

El valor añadido de los servicios de mercado registró un ligero impulso en 2004, aumentando su ritmo de crecimiento en cuatro décimas, con respecto a 2003, y alcanzando una tasa del 2,5%, según la CNE 1995. Aunque al comienzo del año se generó alguna incertidumbre en torno a las posibles consecuencias económicas de los atentados del 11 de marzo en Madrid, finalmente no se apreciaron efectos perdurables de este acontecimiento. No obstante, la brecha negativa entre su nivel de producción observado y el tendencial se amplió en 2004. Entre las actividades contenidas en esta rama, cabe destacar las inmobiliarias y empresariales, las primeras por su elevado dinamismo y las segundas por la intensa aceleración que experimentó el sector de informática e I+D, tras varios años de estancamiento. Las actividades comerciales también aumentaron su crecimiento, aunque de forma contenida, gracias a los sectores relacionados con el automóvil y el comercio al por mayor. Finalmente, la hostelería y el transporte, dos sectores relativamente sensibles a las situaciones de incertidumbre, mostraron un tono moderado, determinado principalmente por las condiciones macroeconómicas internas y externas.

En relación con los servicios no de mercado y con los impuestos netos de subvenciones, sus tasas de crecimiento fueron del 3,5% y del 4%, en términos reales, respectivamente (6,7% y 11,9%, en términos nominales, próximas a las observadas en 2003). Es necesario recordar las cautelas que se mencionaron al comentar la evolución del consumo público en cuanto a un posible sesgo en la estimación de estos agregados para 2004, ligado al cambio de base de la CNE. Por lo demás, el fuerte crecimiento de los impuestos refleja el importante avance que la imposición indirecta volvió a registrar en 2004.

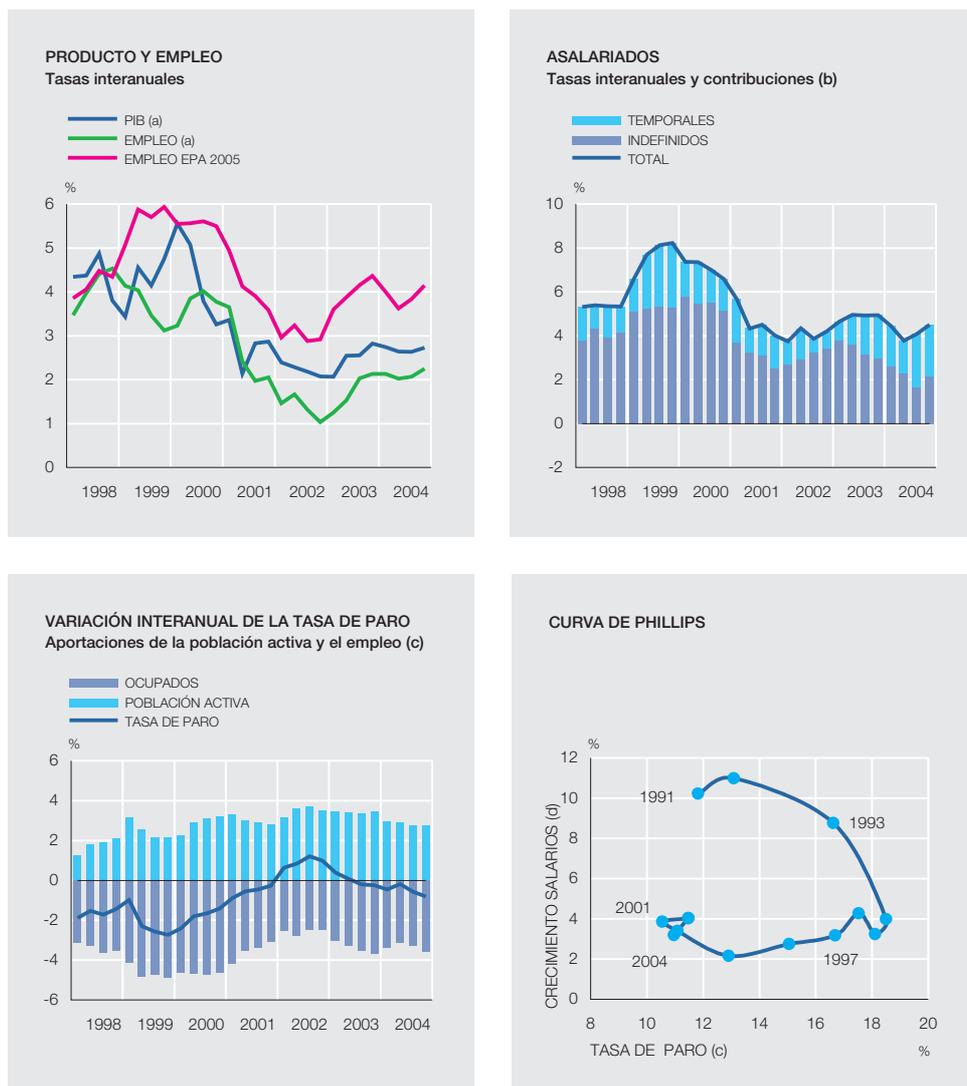
#### **4 El mercado de trabajo**

Cabe recordar que esta sección se ha elaborado con las magnitudes de la Contabilidad Nacional publicadas por el INE en base 1995 —las únicas disponibles en el momento de su realización—, mientras que la información procedente de la Encuesta de Población Activa (EPA) se corresponde con la revisión de esta encuesta (EPA 2005), realizada por el INE en marzo de 2005. Las nuevas series de la EPA incorporan ya la información del censo 2001 y del padrón continuo, con los cambios demográficos consiguientes. Esta revisión ha implicado un aumento considerable de la población total estimada, como consecuencia del incremento de la población inmigrante, que se ha trasladado a las cifras totales de activos, ocupados y parados<sup>3</sup>. Las estimaciones de la CNE base 2000, aparecidas al cierre de este Informe, han recogido también las nuevas cifras de población y empleo. Según la CNE 2000, el empleo aumentó un 2,7% en 2004, prolongando la suave aceleración que mostró en 2003 (véase recuadro 1.1).

Las cifras de la Contabilidad base 1995, con las que se realiza el análisis que viene a continuación, también indicaban que en el año 2004 el empleo<sup>4</sup> continuó la progresiva recuperación iniciada el año anterior, manteniendo una evolución paralela a la de la actividad económica. Según estas cifras, la creación neta de empleo fue del 2,1% en el conjunto de la economía,

---

3. Para un análisis de estas nuevas estimaciones, véase el «Informe trimestral de la economía española», publicado en el *Boletín Económico* de abril de 2005, y el artículo sobre el empleo en el primer trimestre de 2005, publicado en el *Boletín Económico* de mayo de 2005. 4. Medido por el número de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo.



FUENTES: INE y Banco de España.

- a. CNTR, base 1995. Serie desestacionalizada. Empleo equivalente.
- b. EPA 2005.
- c. EPA 2005. Serie de desempleo enlazada en el Banco de España.
- d. Remuneración por asalariado en la economía de mercado.

0,4 pp por encima del crecimiento registrado el año precedente (véase el panel superior izquierdo del gráfico 4.8). En la economía de mercado, la recuperación del empleo fue más intensa, hasta alcanzar un aumento del 2,5%, frente al 1,7% de 2003. Por su parte, según la EPA, el dinamismo del empleo fue considerablemente más elevado que el reflejado por la EPA, el dinamismo del empleo fue considerablemente más elevado que el reflejado por la CNTR base 1995 (y por las estimaciones de nueva base). En particular, para el año 2004 la nueva EPA muestra un crecimiento del empleo del 3,9%, similar al registrado en 2003, mientras que para la economía de mercado el avance habría sido del 3,8%, frente al 3,3% de 2003.

En cualquier caso, las estimaciones de la CNE base 1995 ponen de manifiesto que en 2004 la productividad aparente del trabajo obtuvo, de nuevo, ganancias muy reducidas (0,6%), próximas a las registradas en años precedentes. En el caso de la economía de mercado, la productividad aparente del trabajo se redujo, incluso, un 0,1%, después de haber crecido un 0,2% en 2003. Como en años anteriores, esta evolución de la productividad en la economía

de mercado estuvo en línea con el moderado comportamiento de los costes laborales, en términos reales, que en 2004 se redujeron un 1%, debido tanto a una cierta moderación del coste laboral unitario como al elevado crecimiento del deflactor del valor añadido. Cabe señalar que las tasas de crecimiento de la productividad se han visto particularmente afectadas por el cambio de base en la CNE, pues la revisión ha afectado en distinta medida al producto y al empleo. En particular, las nuevas estimaciones reducen en dos décimas el crecimiento medio de la productividad en el período 2001-2004. En el recuadro 4.1 se realiza un análisis desagregado de los factores que están detrás del comportamiento reciente de la productividad del trabajo.

La recuperación del empleo en 2004 no afectó por igual a todas las ramas de actividad. Según las cifras de la Contabilidad Nacional, base 1995, mientras que en los servicios y en la construcción la creación de puestos de trabajo se aceleró, en la agricultura y en la industria se siguió destruyendo empleo, aunque a un ritmo algo inferior al de años anteriores. En las actividades industriales, la recuperación de la actividad no fue suficiente para producir un aumento neto de puestos de trabajo, de forma que la productividad aparente registró ganancias muy elevadas. En cualquier caso, la caída del empleo (-0,9%) fue compatible con un perfil trimestral de recuperación. En la agricultura, por su parte, la destrucción de empleo continuó a un ritmo del 2,1%. Por el contrario, en la construcción el empleo se aceleró suavemente, hasta registrar un crecimiento medio del 3,9%, mostrando además una evolución ascendente en la segunda mitad del año; no obstante, la productividad del trabajo registró una caída del 0,2%. Por último, en los servicios de mercado el empleo se aceleró levemente, hasta experimentar un crecimiento medio del 4,1%, mientras que en los servicios de no mercado el incremento fue del 0,6%. En los servicios de mercado, la aceleración del empleo vino acompañada de una caída importante en la productividad aparente del factor trabajo (-1,5%), en línea con la reducción observada en el coste laboral, en términos reales, en este sector. Cabe señalar que las estimaciones por ramas de actividad de la EPA 2005 corroboran, en líneas generales, el comportamiento relativo del empleo en las diferentes ramas de actividad durante el pasado año, si bien con tasas de crecimiento más elevadas, especialmente en la construcción; por su parte, en la industria el empleo se estabilizó, sin llegar a reducirse.

Pasando a analizar la composición del empleo, los asalariados se desaceleraron en 2004, hasta un 4,2%, según los nuevos datos de la EPA, mientras que los no asalariados se recuperaron, hasta avanzar un 2,6%. Dentro de los asalariados, el mayor crecimiento se concentró en los colectivos con contratos temporales y a tiempo parcial. En concreto, el número de trabajadores con contrato temporal creció por encima del de asalariados con contrato indefinido por primera vez en los últimos 10 años, al incrementarse un 6,4%, mostrando además un mayor dinamismo en la segunda mitad del año. Por su parte, el número de trabajadores indefinidos moderó su ritmo de crecimiento hasta el 3,2%, si bien mostró una cierta recuperación en el último trimestre del año (véase gráfico 4.8). En consecuencia, la ratio de temporalidad se elevó hasta el 32,5%, durante 2004, interrumpiendo la senda de paulatina, aunque muy moderada, reducción que se venía observando desde 1995. La rotación laboral, medida por el número de contratos realizados por asalariado, volvió a aumentar también, después de varios años de suaves descensos. Estos resultados alertan sobre la posibilidad de que el actual sistema de fomento de la contratación indefinida, a través de bonificaciones en las cotizaciones a la Seguridad Social y de menores costes de despido para determinados tipos de contratos indefinidos, pueda no ser suficiente para seguir reduciendo de forma significativa la ratio de temporalidad. Como se mencionó al inicio de este capítulo, en la actualidad está en marcha un proceso de negociación entre el Gobierno y los agentes sociales, que proporciona el marco adecuado para acordar un conjunto de medidas que reduzcan de manera efectiva la dualidad existente en el mercado laboral; en este sentido, la reducción de las diferencias exis-

Una de las características fundamentales del patrón de crecimiento de la economía española en los últimos años ha sido el reducido crecimiento de la productividad aparente del trabajo. En este contexto, el crecimiento económico registrado en los últimos diez años se ha basado fundamentalmente en una elevada creación de empleo, que ha tenido una incidencia desigual en los distintos sectores productivos. El análisis de la relación entre la creación de empleo y la desaceleración de la productividad y de las causas de esta última son cuestiones clave a la hora de evaluar la sostenibilidad del crecimiento económico en el futuro.

Para analizar en qué medida la desaceleración de la productividad es un fenómeno derivado de una mayor utilización del factor trabajo, de cambios en la composición sectorial del empleo, o de una menor tasa de crecimiento del progreso tecnológico en la economía, es necesario descender al análisis sectorial. Aquí se presentan los resultados referidos a 17 ramas productivas de la economía de mercado durante el período 1980-2002. Al descomponer la productividad del trabajo en las contribuciones de la ratio capital/empleo y de la productividad total de los factores (PTF), definida como el crecimiento del producto no explicado por el crecimiento de los factores productivos, empleo, medido por el número total de horas trabajadas, y capital, se puede observar en qué medida el comportamiento de la productividad del trabajo está relacionado con la sustitución de factores productivos o con la productividad total de los factores, que es un indicador

aproximado de la tasa de crecimiento del progreso tecnológico<sup>1</sup>.

Como se puede observar en el cuadro adjunto, la productividad del trabajo se ha desacelerado a partir de la segunda mitad de los años noventa, habiéndose registrado en la economía de mercado un crecimiento medio anual del 3,4%, entre 1980 y 1995, y del 0,8%, entre 1996 y 2002. Esta desaceleración de la productividad ha sido un fenómeno generalizado en las distintas ramas productivas. Así, la industria presentó un crecimiento de la productividad del trabajo del 0,7% anual entre 1996 y 2002, frente a un crecimiento del 3,1% entre 1980 y 1995, y la productividad del sector servicios únicamente creció un 0,4%, frente al 2% del período precedente. En el sector de la construcción, la productividad del trabajo presentó un crecimiento nulo entre 1996 y 2002 (2,7% en el período anterior) y, finalmente, en la agricultura se registró un crecimiento más elevado (2,9%), aunque también considerablemente inferior al del período precedente (6,6%). En todas las ramas pro-

1. Es decir, se descompone el crecimiento de la productividad del trabajo en función de la ecuación:  $\Delta y - \Delta l = (1 - \alpha)(\Delta k - \Delta l) + \Delta ptf$ , donde  $y$  es el producto,  $l$  el trabajo,  $k$  el stock de capital y  $\alpha$  la participación de las rentas del trabajo en los costes totales. No se supone la existencia de competencia perfecta, por lo que la participación de las rentas del trabajo no se calcula sobre el valor añadido, como es habitual cuando se realiza dicho supuesto. Para más detalles sobre la construcción de las diferentes series, véase A. Estrada y D. López-Salido (2001), «La contribución de los factores productivos al crecimiento económico en España: un análisis desagregado», *Boletín Económico*, Banco de España, febrero.

## 1. DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL TRABAJO

### Tasas interanuales de variación

	Productividad del trabajo		Ratio capital/empleo		Empleo		Productividad total de los factores	
	1980-1995	1996-2002	1980-1995	1996-2002	1980-1995	1996-2002	1980-1995	1996-2002
Agricultura, selvicultura y pesca	6,6	2,9	5,9	0,7	-5,3	-1,6	4,9	2,8
Energía y extractivas	5,8	6,3	3,6	1,9	-2,4	-2,2	3,8	5,2
Metalurgia y productos metálicos	2,3	-0,6	1,6	0,7	-1,5	3,6	1,9	-0,7
Otros productos minerales no metálicos	3,1	1,2	4,6	-0,2	-2,7	3,1	2,0	1,2
Industria química	5,5	0,2	1,3	2,2	-1,6	1,8	5,1	-0,4
Maquinaria	4,0	0,5	3,3	1,9	-0,8	3,2	3,5	0,2
Material de transporte	4,0	-0,1	4,3	1,0	-2,2	2,7	2,9	-0,3
Alimentación, bebidas y tabaco	2,0	1,9	2,8	5,3	-0,8	-1,3	1,3	0,6
Textil y confección, cuero y calzado	2,8	-1,3	3,7	1,0	-3,3	2,3	2,3	-1,5
Otras manufacturas	2,5	4,0	4,4	4,5	-1,9	1,5	1,9	3,3
Papel, edición y artes gráficas	1,4	0,5	3,8	1,7	-0,1	5,3	0,6	0,2
Caucho y materias plásticas	3,1	1,1	3,0	1,9	-0,4	3,4	2,4	0,7
Construcción	2,7	0,0	1,5	4,2	-0,4	4,7	2,7	-0,2
Comercio y hostelería	1,8	-0,1	1,9	5,3	0,4	2,2	1,7	-0,4
Transporte	2,5	1,8	3,6	-0,6	-1,3	2,4	1,0	1,8
Comunicaciones	4,5	9,9	2,5	7,1	1,3	-1,7	3,1	6,4
Otros servicios de mercado	1,4	-1,0	1,2	0,1	3,0	4,8	1,0	-1,1
Manufacturas	3,1	0,7	3,1	2,1	-1,7	2,3	2,5	0,3
Servicios de mercado	2,0	0,4	2,8	1,7	0,9	3,0	1,2	-0,1
Economía de mercado	3,4	0,8	3,6	1,3	-1,0	2,5	2,5	0,5

FUENTES: INE y Banco de España.

ductivas, salvo en el sector de la construcción, esta desaceleración viene explicada tanto por una intensa reducción en el crecimiento del progreso tecnológico como por una desaceleración de la ratio capital/empleo. Así, la PTF creció un 0,3% anual en el sector manufacturero entre 1996 y 2002 (más de 2 pp menos que en el período anterior) e, incluso, se estima que se redujo un 0,1% en las ramas de servicios y un 0,2% en el sector de la construcción. Si bien la creación de empleo fue algo más intensa en el sector servicios (3%) que en las ramas industriales (2,3%), la disminución respecto al período precedente de la ratio capital/empleo fue similar en ambos sectores. Finalmente, en la construcción, a pesar del intenso crecimiento del empleo (4,7%), la ratio capital/empleo aumentó como consecuencia de un incremento muy intenso del stock de capital en este sector en dicho período.

El diagnóstico de desaceleración generalizada de la PTF no se ve modificado cuando se analizan las distintas ramas productivas a un nivel más desagregado. Dentro del sector industrial, se observa que la desaceleración de la PTF se ha producido en las 10 ramas para las que se dispone de información, salvo en la rama de Otras manufacturas, siendo la tasa de crecimiento de la PTF en el período más reciente negativa en cuatro de ellas. En los

Servicios, la tasa de crecimiento de la PTF ha sido negativa en el Comercio y los Otros servicios, pero se observa una cierta recuperación en los sectores de Transporte y Comunicaciones, donde el crecimiento de la productividad del trabajo ha sido muy elevado (9,9%), debido a contribuciones muy positivas tanto de la PTF como de la ratio capital/empleo.

De las consideraciones anteriores se deduce que existen razones para pensar que el fenómeno de desaceleración de la productividad es algo más que un resultado transitorio vinculado a un episodio de intensa creación de empleo o de cambios en la composición sectorial del mismo. En consecuencia, al mismo tiempo que se sigue favoreciendo la creación de empleo sería conveniente impulsar un amplio proceso de reformas estructurales. Por una parte, aquellas reformas que incrementan la tasa de empleo y la productividad al mismo tiempo, tales como la acumulación de capital humano, la inversión en I+D, el incremento de la competencia en mercados de bienes y servicios, y la racionalización de la protección al empleo; y, por otra parte, las que se dirigen a reducir las barreras a la introducción de nuevas tecnologías en las empresas y, por tanto, a impulsar el crecimiento de la productividad, las cuales deberían ser un objetivo prioritario.

tentes entre los costes de extinción de los contratos indefinidos y los temporales, para hacer más atractivos los primeros, puede constituir una vía de avance efectiva.

Atendiendo a la duración de la jornada, como se ha comentado, la mayor creación de empleo se concentró en los trabajadores a tiempo parcial, cuyo número registró un crecimiento del 11,2% en 2004, casi el doble que el año anterior. El número de ocupados a tiempo completo, por el contrario, moderó su ritmo de crecimiento hasta el 3,3%, de forma que la ratio de parcialidad se elevó hasta el 8,7% del total de ocupados.

Por último, según la nacionalidad, el número de trabajadores de nacionalidad española se desaceleró levemente durante el pasado año, al crecer un 1,8%, mientras que los trabajadores inmigrantes registraron un crecimiento notablemente más elevado, pero también inferior al de 2003, del 28,1%. De esta forma, el empleo de trabajadores extranjeros ha pasado a representar un 9,2% del empleo total en 2004, 1,7 pp por encima de su peso relativo el año anterior.

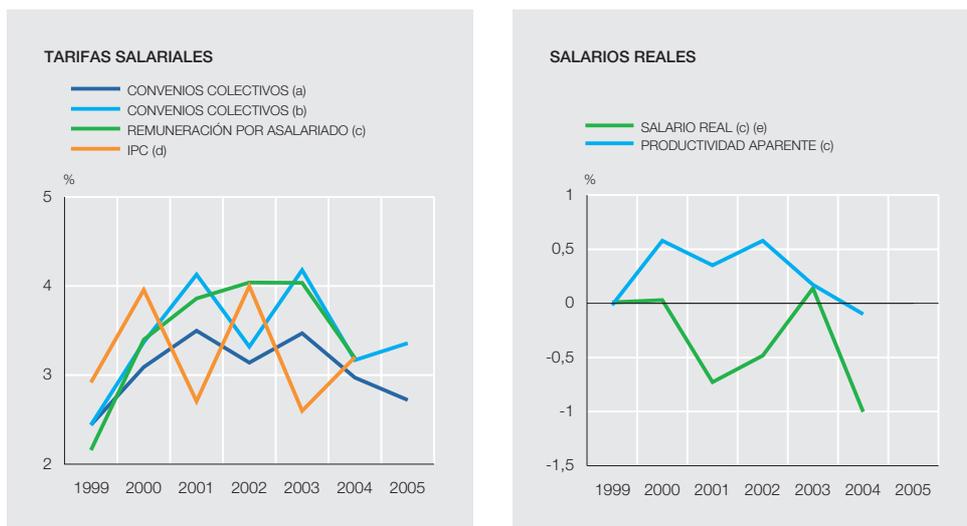
La incorporación de población al mercado laboral siguió siendo muy elevada en 2004, año en el que la población activa aumentó un 3,3%, pero inferior a la registrada en 2003, cuando creció un 4%. La tasa de participación se elevó hasta el 56,4% (0,9 pp por encima de la observada en 2003), o hasta el 69,7%, cuando dicha ratio se calcula para la población menor de 65 años, correspondiendo el mayor avance de la participación al colectivo femenino, para el que la tasa de actividad pasó a ser del 45,2%; en el caso de la tasa de actividad masculina se registró un incremento menor, situándose en el 68,1%. Por su parte, la desaceleración de la población activa en 2004 se manifestó tanto entre los activos de nacionalidad española, cuyo número creció un 1,4%, como entre la población inmigrante, ya que, pese a experimentar un crecimiento del 25,3%, este se redujo respecto al registrado el año anterior.

El dinamismo del empleo, junto con la leve desaceleración de la población activa, hicieron que el número de desempleados descendiera un 1,3% en 2004, después de haberse incrementado en los dos años precedentes (véase el gráfico 4.8), mostrando además un perfil trimestral descendente. De esta forma, en el conjunto del año la tasa de paro se redujo en cinco décimas porcentuales respecto a 2003, hasta el 11%. La evolución del paro registrado en las oficinas del INEM fue similar al de la EPA, a grandes rasgos, pues, aunque se observó un ligero incremento del número de desempleados (0,8%), este fue inferior al registrado en 2003 (2,2%), y ya en el último trimestre del año se produjo una caída interanual del desempleo. Por sexos, el colectivo femenino fue el que registró un mejor comportamiento, dado que su tasa de desempleo disminuyó en 1 pp, hasta el 15%, mientras que la tasa de paro de los hombres disminuyó 2 décimas, hasta el 8,2%. Por edades, también se redujeron levemente los amplios diferenciales existentes, puesto que el mejor comportamiento se observó entre los más jóvenes, que redujeron su tasa de desempleo hasta el 17%, mientras que entre los mayores de 45 años la tasa de desempleo se mantuvo estable (en el 7,3%), y solo se redujo levemente en el grupo de edades intermedias (hasta el 9,7%).

Finalmente, se estima que el componente estructural de la tasa de desempleo se redujo en 2004. Por una parte, el peso de los parados de larga duración en el desempleo total descendió 1,8 pp en 2004, hasta situarse en el 34,9%, prolongando con mayor intensidad el proceso de gradual disminución que se viene observando en los últimos años. Por otra parte, las diferentes estimaciones disponibles sobre la tasa de desempleo de equilibrio, también conocida como NAIRU, realizadas todavía con las series de desempleo previas a la revisión de la EPA, revelan una cierta reducción de esta tasa en el período más reciente, después de que permaneciera estabilizada en niveles todavía elevados en los años precedentes. Por último, la estimación de la curva de Philips (en el panel inferior derecho del gráfico 4.8) avala este diagnóstico, ya que muestra cómo la caída del desempleo experimentada en 2004 vino acompañada por una moderación salarial.

Efectivamente, en 2004 los incrementos salariales pactados en la negociación colectiva se moderaron de forma significativa, a pesar del repunte de la inflación observado en la segunda mitad del año, como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 4.9. El incremento salarial medio pactado en los convenios colectivos fue del 3%, medio punto porcentual por debajo del acordado el año anterior. Este incremento se situó en línea con los márgenes implícitos establecidos en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva (AINC), que fue prorrogado en 2004, sin que se observaran diferencias significativas entre los incrementos salariales acordados en los convenios de nueva firma y en los convenios revisados. No obstante, cabe recordar que la desviación que finalmente mostró la inflación observada respecto de las previsiones oficiales se trasladará, en parte, al crecimiento de los salarios de 2005, a través de la activación de las cláusulas de salvaguarda, que están presentes en el 77% de los convenios. En concreto, se estima que estas cláusulas podrían elevar los salarios percibidos durante el año actual en 0,6 pp.

En términos de la CNTR, base 1995, la remuneración por asalariado del conjunto de la economía, que incluye todos los costes laborales, redujo ligeramente su crecimiento en 2004, hasta el 4%, frente al 4,3% registrado en 2003. La desaceleración salarial fue más visible en la economía de mercado, donde se registró un crecimiento de la remuneración del 3,2%, después de varios años con aumentos muy estables en torno al 4%. Como se muestra en el panel derecho del gráfico 4.9, la remuneración por asalariado de la economía de mercado también se redujo en términos reales, y lo hizo de forma intensa cuando los salarios reales se calculan desde la perspectiva de las empresas (es decir, utilizando como índice de precios el deflactor del valor añadido), lo que, sin duda, contribuyó al



FUENTES: INE y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

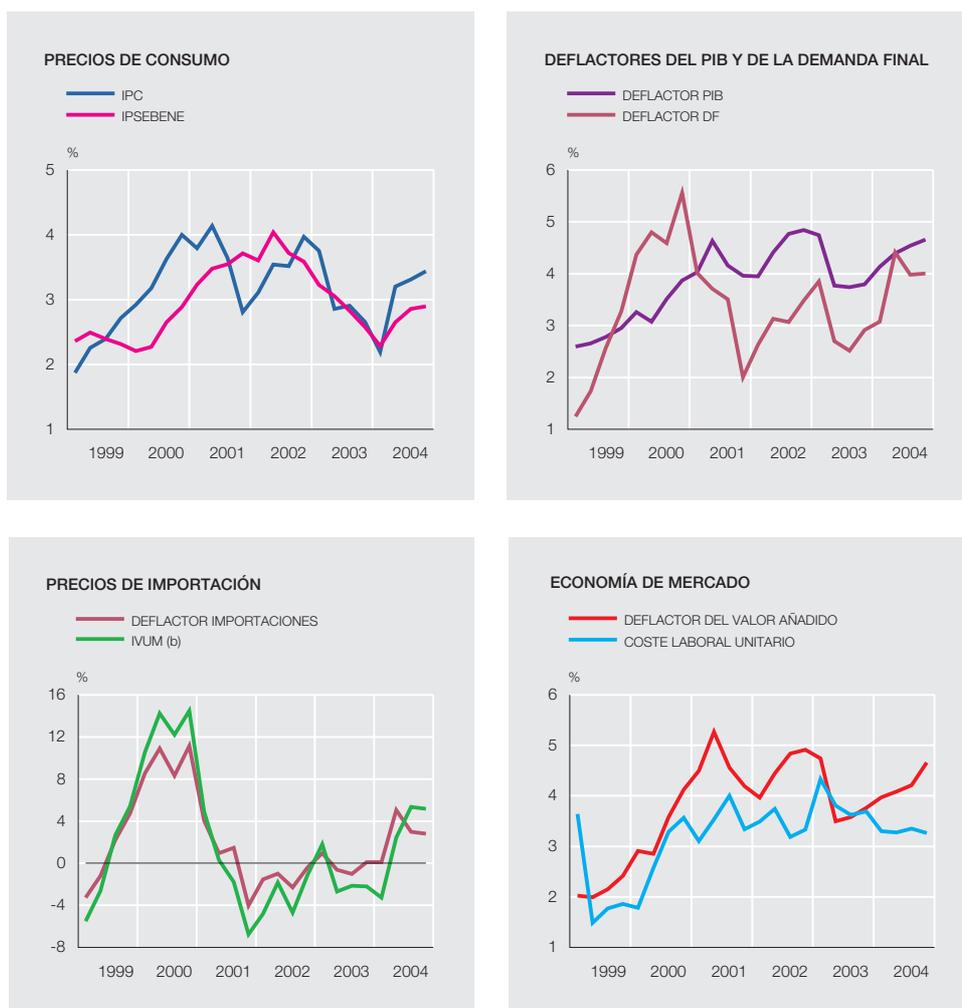
- a. Sin cláusula de salvaguarda. El dato de 2005 recoge información hasta febrero.
- b. Incluyendo la cláusula de salvaguarda del año anterior. El dato de 2005 recoge información hasta febrero.
- c. Economía de mercado.
- d. Tasa interanual de diciembre.
- e. Remuneración por asalariado deflactada por el deflactor del valor añadido.

buen comportamiento del empleo, tanto en 2004 como a lo largo del último ciclo económico, período en el que los descensos de los salarios reales, calculados de esta forma, han sido recurrentes. Cabe señalar que las nuevas cifras de la CNE base 2000 revisan sustancialmente a la baja el incremento de la remuneración por asalariado en los últimos años, confirmando la moderación del salario real.

No obstante, la moderación de los salarios en términos reales está siendo compatible con incrementos nominales de las remuneraciones por encima de los registrados en los países de nuestro entorno, lo que tiene consecuencias sobre la competitividad precio y coste de los productos españoles. En este sentido, la renovación del AINC acordada por los agentes sociales para 2005 supone el mantenimiento, un año más, del procedimiento de fijación de salarios vigente desde 2002. Este sistema da fluidez al proceso de negociación colectiva y permite que los incrementos de salarios pactados inicialmente se mantengan acotados. Ahora bien, en un contexto de encarecimiento de los precios de la energía como el que está caracterizando el inicio de 2005, la generalización de cláusulas de salvaguarda implica que los salarios incorporarán eventualmente estas subidas de precios. Se pone así de manifiesto la elevada inercia nominal que caracteriza el proceso actualmente vigente de fijación salarial, que tiende a trasladar, con cierto retardo, el comportamiento de los precios a la evolución salarial, haciendo más difícil y costosa la reabsorción de los *shocks* de precios. Por otra parte, el sistema actual de negociación colectiva dista de ofrecer la flexibilidad necesaria para que los incrementos salariales se adapten a las condiciones específicas de las empresas y de los trabajadores.

## 5 Los costes y los precios

En el año 2004 el crecimiento promedio del índice de precios de consumo fue del 3%, similar al de 2003. Tras iniciar el año en tasas muy reducidas, a lo largo de los meses centrales la inflación registró una trayectoria ascendente, que solo se moderó en los dos últimos meses, para quedar situada en el 3,3% en diciembre (véase gráfico 4.10). Por su parte, el IPSEBENE cerró el ejercicio 2004 con un crecimiento del 2,7%, dos décimas por debajo del correspon-



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasas de crecimiento interanuales. Contabilidad Nacional, base 1995.

b. Índices de valor unitario de las importaciones de mercancías.

diente al año anterior, aunque su perfil también fue ascendente, de forma que en diciembre registró una tasa del 2,9%. Al comienzo de 2005 la inflación, medida por el IPC ha permanecido por encima del 3%, mientras que el IPSEBENE ha crecido en torno al 2,8%.

Entre los componentes del IPC, los precios de consumo de la energía se elevaron sustancialmente en 2004 respecto al año anterior, acusando el encarecimiento del crudo en los mercados internacionales, aunque su repercusión se vio parcialmente mitigada por la considerable apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar, que alcanzó el 10%. Por su parte, los precios regulados de la electricidad y los gases crecieron en línea con el ejercicio precedente, sin que se registraran cambios en la imposición indirecta. Los precios de los alimentos elaborados también se aceleraron en 2004, en gran medida como reflejo de los aumentos de precios del tabaco y de los aceites, mientras que los precios de los alimentos no elaborados mostraron un menor incremento en 2004, a pesar de crecer por encima del 6% durante el primer semestre, en un contexto de cierta desaceleración de precios en los mercados de origen. En este sentido, destacaron especialmente los menores crecimientos de los precios de las frutas y las verduras.

Los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos registraron un crecimiento medio del 0,9% en 2004, frente al 2% del año anterior. La apreciación del euro y la moderación

de los precios interiores favorecieron esta evolución, siendo la desaceleración particularmente intensa en los componentes de prendas de vestir, calzado y medicamentos, mientras que los precios de los equipos de imagen, fotográficos e informáticos volvieron a registrar abultadas tasas negativas. Por último, los precios de los servicios registraron en el año 2004 un aumento del 3,7%, cifra idéntica a la del año anterior, si bien experimentaron una moderada aceleración conforme avanzaba el año. Este fue el caso de los precios de los servicios de transporte y, particularmente, los del transporte aéreo, debido al encarecimiento de la energía, mientras que los precios del transporte urbano, al ser regulados, repercutieron las subidas del combustible, en mayor medida, con la revisión de tarifas de enero de 2005. Los precios de otros servicios como los de hostelería y enseñanza mostraron un crecimiento promedio inferior al de 2003.

A pesar de que la estabilidad en la tasa de variación media del IPC se trasladó al deflactor del consumo privado, que se incrementó un 3% en 2004 (3,1% en 2003), el deflactor de la demanda final registró una notable aceleración entre ambos ejercicios, creciendo un 3,9% en 2004, según las cifras de la CNE, base 1995, nueve décimas por encima del correspondiente al año anterior. Desde el punto de vista del gasto, esta evolución de los precios finales fue reflejo de la intensa aceleración de los deflatores de la construcción y de los otros productos de inversión, que avanzaron por encima del 7% en el promedio del año. La evolución de los precios de la vivienda y de los servicios inmobiliarios explica, en gran medida, esta trayectoria. Por su parte, los precios de los bienes de equipo mostraron un incremento del 2,1%, en un contexto de avance moderado de los precios interiores y de caída de los precios de importación. Por último, el deflactor de las exportaciones de bienes y servicios disminuyó un 0,2%, ya que, como ya se ha señalado, las cifras de la CNTR, base 1995, no reflejaron el aumento de los índices de valor unitario de las exportaciones de bienes, que alcanzó un 1%, cifra que está más en línea con la evolución de precios en otros países.

Desde el punto de vista del origen de las presiones inflacionistas ejercidas sobre los precios finales, un año más las originadas en el exterior fueron más moderadas que las internas, a pesar de que el deflactor de las importaciones de bienes y servicios creció un 2,7% en 2004, frente a la caída del 0,2% del año anterior, como se recoge en el gráfico 4.10. Como ya se ha señalado, la aceleración de los precios de importación fue consecuencia del comportamiento de los precios de los productos energéticos y, en menor medida, del resto de bienes intermedios, que acusaron los encarecimientos registrados en los mercados de crudo y otras materias primas, mientras que la apreciación del tipo de cambio del euro frente al dólar no compensó plenamente estos aumentos.

Asimismo, la inflación de origen interior, aproximada por el deflactor del PIB, aumentó en 2004, al crecer el deflactor un 4,4%, cuatro décimas por encima del año precedente. En parte, esta aceleración refleja el comportamiento estimado de los impuestos netos de subvenciones por unidad de producto, que registraron un crecimiento abultado, del 9%, en el promedio del año. Aunque es difícil explicar este aumento en un contexto de ausencia de cambios en la imposición indirecta, cabe recordar que también en 2003 se produjo un comportamiento similar, en un contexto de elevado crecimiento del consumo, dinamismo de la inversión residencial y fuerte incremento de las compras en el exterior, que se ha reproducido de forma más intensa en 2004; además, no cabe excluir que la transición a la base 2000, que en el caso de las AAPP se ha realizado ya con las cifras de 2004, haya distorsionado la estimación de esta variable en alguna medida. En cualquier caso, una vez tenida en cuenta la evolución de los impuestos, el deflactor del VAB creció un 4,1% (un 4,2% en la economía de mercado), por encima del año anterior.

Entre los componentes del deflactor de VAB de la economía de mercado, cabe destacar la desaceleración de los costes laborales por unidad de valor añadido, reflejo del menor avance

El grado de competencia en los mercados resulta crucial para las empresas a la hora de determinar sus estrategias de formación de precios. Así, cambios relevantes en la intensidad de la demanda o en los costes de producción modifican los precios que resultarían óptimos para las compañías. Si estas mantienen inalterados sus precios incurrir en costes de oportunidad, en términos de beneficios, que dependen del nivel de competencia de los mercados. En este sentido, los beneficios de las empresas que operan en entornos más competitivos y que, por tanto, se enfrentan a una demanda más elástica, serán más sensibles a las desviaciones entre el precio vigente y el óptimo. Por el contrario, el coste de oportunidad de no modificar el precio tras una perturbación será más moderado en el caso de aquellas empresas que cuenten con un elevado poder de mercado. Por tanto, es razonable esperar que las empresas que se enfrentan a un mayor grado de competencia empleen estrategias de determinación de precios más flexibles, que les doten de una mayor capacidad de reacción ante cambios en las condiciones del mercado.

La Encuesta sobre formación de precios de las empresas, llevada a cabo por el Banco de España en 2004, permite analizar las diferencias en las políticas de determinación de precios de las empresas y, en última instancia, en el grado de flexibilidad de los mismos, en función de la intensidad de la competencia en los mercados en los que operan. En dicha encuesta han colaborado alrededor de 2.000 empresas pertenecientes a los sectores de manufacturas, producción y distribución de energía, comercio, hostelería, transporte y comunicaciones. La encuesta proporciona información sobre las principales características del mercado en el que opera la empresa (distribución geográfica de las ventas, información sobre la clientela y entorno competitivo) y sobre los principales aspectos que configuran su política de precios (pautas de revisión y de cambio, información utilizada en las revisiones de precios, factores desencadenantes de los cambios de precios y elementos que dificultan el ajuste de los mismos).

La encuesta incluye una pregunta sobre la importancia otorgada por la empresa a las variaciones en el precio de sus competidores como factor determinante de sus cambios de precios. Las respuestas a esta pregunta constituyen un buen indicador de la intensidad de la competencia percibida por la empresa, frente a las respuestas a cuestiones más habituales como la cuota de mercado o el número de competidores. El uso de estas medidas para aproximar el grado de competencia puede ser inadecuado, en la medida en que las empresas pueden utilizar criterios muy distintos a la hora de definir su mercado relevante o de identificar a sus competidores potenciales. Además, en determinados mercados oligopolísticos puede coexistir un número reducido de empresas (con elevada cuota de mercado) sometidas a una intensa competencia, y, por el contrario, en otros sectores con elevado número de competidores las empresas pueden mantener un elevado poder de mercado a nivel local.

El cuadro adjunto muestra algunos resultados de la encuesta que indican que las políticas de precios de las empresas que operan en un entorno más competitivo (aquellas que declaran que las variaciones en el precio de los competidores son un factor muy importante en sus decisiones de precios) presentan elementos de mayor flexibilidad. Así, estas empresas no suelen realizar revisiones de precios a intervalos de tiempo predeterminados, sino más bien en respuesta a cambios en las condiciones del mercado. Además, las revisiones de precios no consisten habitualmente en la aplicación de una regla simple, sino que son el resultado de un proceso optimizador, en el que, con cierta frecuencia, se tienen en cuenta las expectativas de evolución de las condiciones de mercado. Asimismo, estas empresas emplean en mayor medida políticas comerciales activas. Estos ingredientes de las estrategias de determinación de precios de las empresas más competitivas dotan a estas de una mayor capacidad de reacción ante perturbaciones y se traducen de hecho en una mayor flexibilidad de sus precios. Así, como se indica en el cuadro adjunto, los precios permanecen inal-

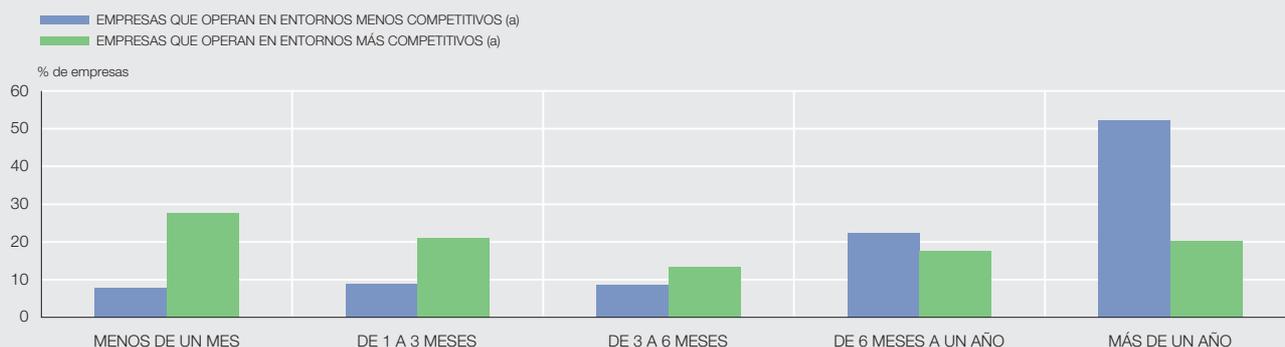
	Empresas que operan en entornos muy competitivos (a)	Empresas que operan en entornos poco competitivos (a)
<b>CARACTERÍSTICAS DE LAS ESTRATEGIAS DE FORMACIÓN DE PRECIOS</b>		
Empresas para las que los períodos de revisión de precios son flexibles (%)	71,2	59,8
Empresas que no utilizan reglas sencillas (indiciación) en la revisión de sus precios (%)	74,5	50,0
Empresas que al revisar sus precios consideran indicadores sobre el entorno esperado (%)	31,9	20,4
Empresas que realizan algún tipo de discriminación de precios (%)	72,3	57,6
Empresas que utilizan políticas de descuento de forma habitual (%)	53,9	29,9
<b>INDICADORES DE FLEXIBILIDAD DE PRECIOS</b>		
Duración media de los precios (meses)	10,3	15,0
Empresas que realizan al menos dos revisiones de precios al año (%)	49,8	12,5
Empresas que cambian su precio en respuesta a una contracción de demanda antes de 3 meses (%)	48,7	16,9
Empresas que cambian su precio en respuesta a un aumento de la demanda antes de 3 meses (%)	35,0	13,8
Empresas que cambian su precio en respuesta a una caída de los costes antes de 3 meses (%)	27,2	17,3
Empresas que cambian su precio en respuesta a un aumento de costes antes de 3 meses (%)	30,3	22,7

a. Se ha considerado que una empresa opera en un entorno muy competitivo si declara que el cambio en el precio de sus competidores es un factor muy importante para explicar sus disminuciones de precios. Análogamente, se ha considerado que una empresa opera en un entorno poco competitivo si declara que el cambio en el precio de sus competidores no es un factor muy importante para explicar sus disminuciones de precios.

terados, en promedio, para las empresas más competitivas, durante 10 meses, mientras que en los mercados más protegidos de la competencia los precios se mantienen durante 15 meses. Además, la velocidad de respuesta ante cambios en los costes de producción y, en especial, ante variaciones en la intensidad de la demanda es significativamente superior. Como se aprecia en el gráfico adjunto, ante una contracción de la demanda casi el 50%

de las empresas que operan en entornos competitivos ajustan sus precios antes de que transcurran 3 meses, y solo un 20% declaran que mantienen sus precios inalterados durante al menos un año. Por el contrario, solo el 17% de las compañías que actúan en mercados menos competitivos responden en el plazo de 3 meses tras la caída de la demanda, y más del 50% tardan al menos un año en responder a la perturbación.

TIEMPO MEDIO DE RESPUESTA ANTE UNA CAÍDA SIGNIFICATIVA DE LA DEMANDA



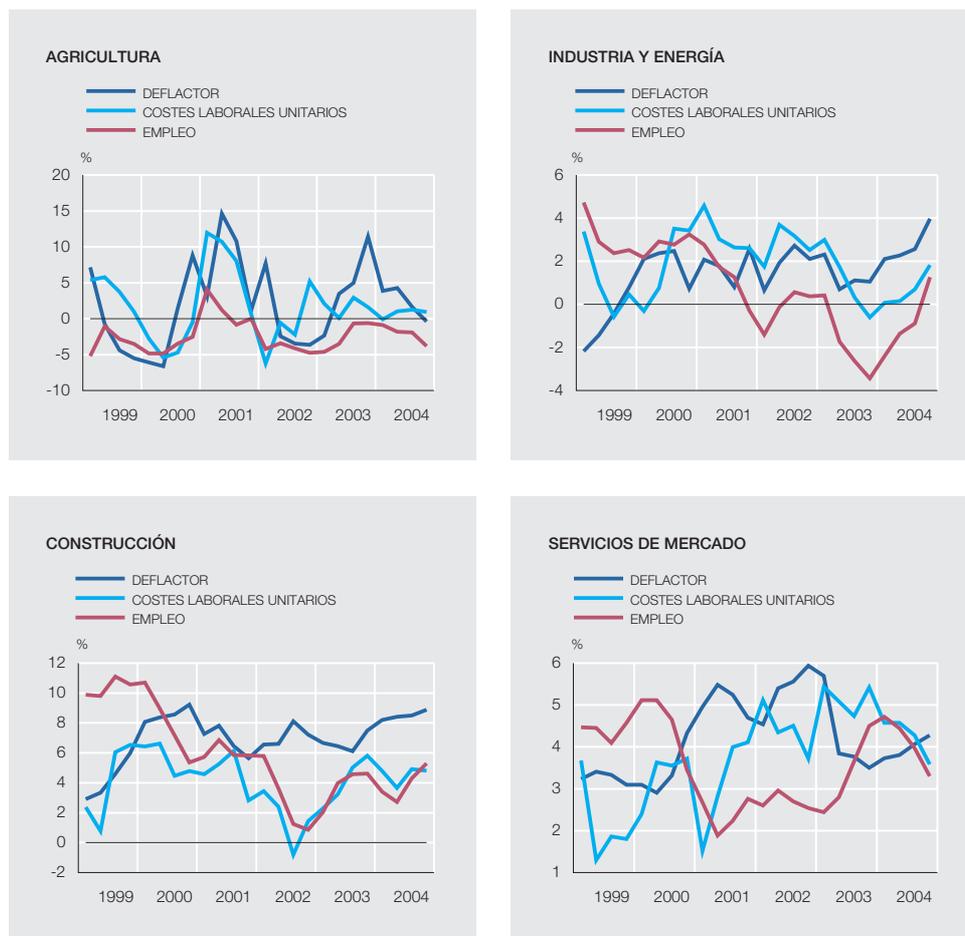
a. Se ha considerado que una empresa opera en un entorno muy competitivo si declara que el cambio en el precio de sus competidores es un factor muy importante para explicar sus disminuciones de precios. Análogamente, se ha considerado que una empresa opera en un entorno poco competitivo si declara que el cambio en el precio de sus competidores no es un factor muy importante para explicar sus disminuciones de precios.

de la remuneración por ocupado, compensado solo parcialmente por la caída de la productividad aparente del trabajo (véase el panel inferior derecho del gráfico 4.10). El perfil trimestral muestra un comportamiento similar. En conjunto, la evolución del deflactor y de los costes determinó una ampliación de márgenes en la economía de mercado, frente a la estabilidad mostrada en el ejercicio anterior. En el epígrafe siguiente se analiza más en detalle esta evolución de los márgenes, que están estimados con las cifras de la Contabilidad Nacional, base 1995. Es preciso matizar, no obstante, que las nuevas estimaciones de la CNE, base 2000, proporcionan, en general, una evolución más expansiva de los márgenes unitarios a lo largo de los últimos años. Por otra parte, en el recuadro 4.2 se profundiza en la relación que existe entre la formación de precios por sectores y el grado de competencia con el que estos funcionan.

5.1 LOS COSTES Y LOS PRECIOS DE LAS RAMAS PRODUCTIVAS

Como se acaba de indicar, según las estimaciones realizadas con la Contabilidad Nacional, base 1995, durante el año 2004 el margen unitario de explotación se amplió de forma acusada en las distintas ramas de actividad, con la salvedad de la de servicios de mercado, en la que por segundo año consecutivo se registró una contracción de márgenes. Esta disparidad en la evolución de los márgenes se produce en un entorno caracterizado por situaciones muy distintas en cuanto a presión de la demanda y de la competencia externa en las distintas actividades, que contribuyen, en alguna medida, a explicar las notables divergencias en los procesos de formación de precios en cada una de ellas.

Como se observa en los paneles superiores del gráfico 4.11, el deflactor del valor añadido en las actividades primarias experimentó una desaceleración en el año 2004, hasta situar su tasa de crecimiento en el 2,3% (4,2% en el ejercicio anterior). No obstante, la desaceleración del



FUENTES: INE y Banco de España.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR, base 1995.

coste laboral unitario, en un contexto de ligera recuperación de la productividad aparente del factor trabajo, determinó que el margen unitario volviera a ampliarse, de forma significativa, en el año 2004.

En las actividades de industria y de energía se produjo asimismo una ampliación de márgenes, apoyada en una reducción del empleo, si bien en un contexto de aceleración del deflactor. En la rama de la industria, el deflactor del valor añadido experimentó un crecimiento del 2,9%, 1,6 pp por encima del año 2003, mientras que los costes laborales unitarios se desaceleraron ligeramente, registrando incrementos muy moderados. La moderación de los costes laborales se apoyó en las ganancias de productividad conseguidas a través de un proceso de destrucción de empleo, que ya se había manifestado en 2003 y que permitió seguir recuperando el margen unitario. Antes de 2003, la industria, que reúne un conjunto de actividades productivas muy abiertas a la competencia exterior, había experimentado una prolongada contracción de márgenes, que terminó provocando un ajuste del empleo para reducir costes. El aumento de márgenes fue bastante generalizado dentro de la industria, ya que se estima que únicamente en 3 de las 13 ramas manufactureras —textil, papel y equipo eléctrico— estos se contrajeron. No obstante, los datos del cuarto trimestre de 2004 parecen anunciar el final del proceso de ajuste del empleo en la industria. Por su parte, en la rama de energía, el deflactor del valor añadido experimentó una aceleración moderada hasta alcanzar un crecimiento del 1,9% en 2004. El coste laboral unitario se desaceleró de forma significativa como consecuen-

cia, en parte, del menor avance de la remuneración por ocupado, pero fundamentalmente por las importantes ganancias de productividad asociadas a la intensificación del proceso de destrucción de empleo. Sin embargo, el margen de explotación unitario se mantuvo constante, ya que el crecimiento de los costes laborales igualó al del deflactor del VAB.

En la rama de la construcción, el deflactor del valor añadido se aceleró de forma muy significativa, hasta alcanzar una tasa del 8,5%, lo que supone el crecimiento más elevado de los últimos seis años, reflejando el hecho de que las presiones de la demanda mantuvieron la actividad por encima de su nivel potencial. El margen unitario de explotación volvió a ampliarse significativamente, por sexto año consecutivo, a pesar de que los costes laborales unitarios continuaron creciendo a tasas muy elevadas. Este aumento de costes refleja la caída en la productividad aparente del trabajo, frente a la ligera desaceleración experimentada por la remuneración por ocupado.

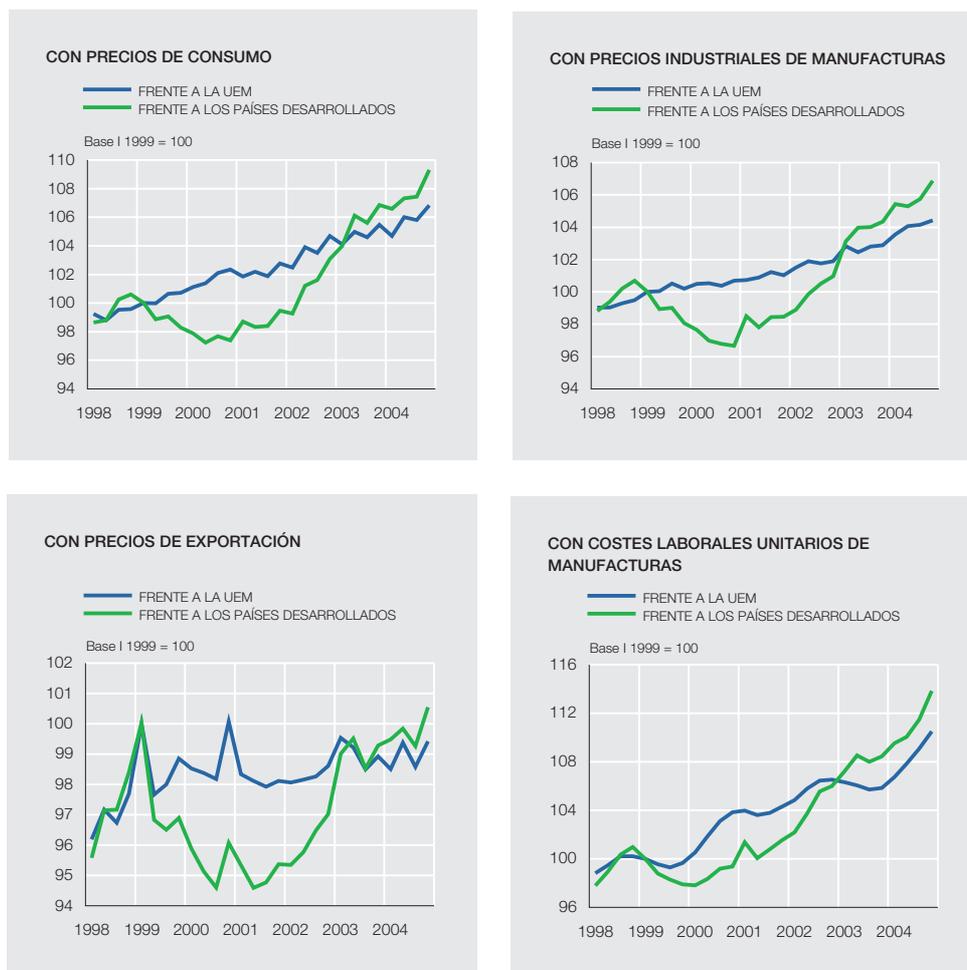
Por último, en los servicios de mercado, el deflactor creció de forma significativa, aunque más moderada que en años anteriores (4%), mientras que los costes laborales unitarios también se desaceleraron, apoyados en un menor aumento de la remuneración por asalariado; no obstante, en conjunto los costes siguieron creciendo por encima del deflactor, prolongando un proceso de contracción de márgenes que ya se había observado en 2003. Detrás del aumento de los costes laborales unitarios se encuentran las fuertes pérdidas de productividad aparente del trabajo, mayores incluso que en 2003, que se han obtenido en un contexto de elevada creación de empleo. Cabe señalar que la contracción de márgenes que, en principio, se adecua mal con el comportamiento persistentemente expansivo que han mostrado en el pasado y con el crecimiento elevado de la demanda interna fue generalizada entre las ramas de servicios, excepto en las de transporte y comunicaciones, y en la de otras actividades sociales y servicios.

## 6 La competitividad

La elevada aportación negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB español en 2004 y el hecho de que las exportaciones de bienes y servicios crecieran por debajo del comercio mundial son, en parte, síntomas del crecimiento comparativamente elevado experimentado por la economía española durante el pasado año y del patrón geográfico —relativamente adverso— del crecimiento mundial; pero reflejan también un cierto deterioro de la posición competitiva de los productos españoles. Detrás de esta pérdida de competitividad se encuentran tanto la aceleración de los precios finales de la economía española en 2004, que se ha descrito en la sección anterior, como factores más estructurales, relacionados con la capacidad de innovación y la especialización productiva de la economía.

En 2004, los indicadores de competitividad precio y coste frente a los países desarrollados se deterioraron, en términos generales, como consecuencia de la evolución adversa de los precios relativos y de la revalorización del tipo de cambio, que en términos efectivos se apreció un 0,8% respecto a este conjunto de países. Así, el índice de competitividad elaborado con los precios relativos de consumo reflejó, por cuarto año consecutivo, el mayor crecimiento de los precios en la economía española, de manera que la competitividad frente a los principales países desarrollados empeoró un 1,9% (véase gráfico 4.12). El índice elaborado con precios industriales de manufacturas, que en los últimos años se había comportado algo mejor, registró un deterioro de la misma magnitud. Por su parte, el índice elaborado con precios relativos de exportación mostró también un deterioro, aunque mucho más moderado. De hecho, los precios relativos de exportación<sup>5</sup> medidos en euros se redujeron un 0,1%, respecto al año 2003, por lo que la evolución de este índice en 2004

5. Aproximados por los índices de valor unitario de las exportaciones que publica el Ministerio de Economía y Hacienda.



FUENTE: Banco de España.

a. Un aumento del índice representa una pérdida de competitividad y viceversa.

(una apreciación del 0,8%) reflejó en su práctica totalidad la apreciación de los tipos de cambio. La erosión de la competitividad fue, sin embargo, más acusada en términos de costes relativos respecto a los países desarrollados, y alcanzó un 3% en el caso de las manufacturas, una vez se tiene en cuenta el comportamiento del tipo de cambio. En general, durante el pasado año se acrecentaron las pérdidas de competitividad acumuladas desde la constitución de la UEM. Así, en términos de precios de consumo estas alcanzaron un 9%, a finales de 2004, mientras que medidas con costes laborales fueron aún más intensas (12,7%).

Por áreas geográficas, el incremento de los precios relativos supuso un empeoramiento de la competitividad frente a la zona del euro. Los precios relativos de consumo se elevaron un 1% en 2004, ligeramente por debajo del aumento registrado en 2003 (1,1%). En cambio, los precios relativos de las manufacturas industriales se incrementaron en una magnitud superior a la de 2003, debido al comportamiento de los precios de los bienes intermedios y de la energía. Por último, los precios relativos de exportación —que en 2003 se habían elevado en un 0,8%— se estabilizaron. En cuanto a la evolución frente a los países desarrollados no pertenecientes al área del euro, la pérdida de competitividad fue más acusada como consecuencia de la apreciación del euro, que frente a este grupo de países fue del 2,3%; además, los precios relativos se incrementaron de manera generalizada, aunque en menor medida en el caso de los precios de exportación.

	Media 1993-1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>TOTAL ECONOMÍA</b>							
1. Márgenes de exportación de bienes y servicios (1.1/1.2)	1,0	-1,7	4,4	-0,8	-2,2	-2,8	-3,5
1.1. Deflactor de exportaciones de bienes y servicios	3,2	0,4	7,3	2,7	1,1	0,7	-0,2
1.2. Costes laborales unitarios total economía	2,2	2,1	2,8	3,5	3,4	3,5	3,4
2. Margen unitario total economía (a)	-0,2	-2,3	3,8	-1,4	-3,2	-3,2	-4,4
3. Rentabilidad relativa de las exportaciones (1/2)	1,2	0,6	0,6	0,6	1,0	0,5	1,0
<b>ESPAÑA/UE 15</b>							
4. Márgenes relativos de exportación frente a UE 15 (4.1/4.2)	1,0	0,3	2,0	1,2	0,4	-0,3	-3,7
4.1. Precios de exportación de bienes y servicios relativos	2,1	1,0	3,1	1,8	1,5	0,9	-1,1
4.2. Costes laborales unitarios total economía relativos	1,1	0,7	1,1	0,6	1,0	1,2	2,7
<b>ESPAÑA/NUEVOS PAÍSES AMPLIACIÓN</b>							
5. Márgenes relativos de exportación frente a nuevos miembros de la UE (5.1/5.2)	4,8	-1,5	4,3	5,7	2,0	-0,2	-4,2
5.1. Precios de exportación de bienes y servicios relativos	-7,5	-3,3	1,5	0,8	1,8	-1,3	-2,7
5.2. Costes laborales unitarios total economía relativos	-11,7	-1,8	-2,7	-4,6	-0,2	-1,1	1,5
<b>MANUFACTURAS</b>							
1. Márgenes de exportación de bienes (1.1/1.2)	0,9	-2,7	2,4	-1,3	-1,8	-3,0	-0,8
1.1. Precios de exportación de manufacturas	2,9	-1,5	4,8	2,7	1,1	-2,2	-0,3
1.2. Costes laborales unitarios en la industria	2,0	1,2	2,4	4,1	2,9	0,8	0,5
2. Margen unitario en las manufacturas (a)	0,2	-1,5	2,7	0,6	-0,6	-3,4	-3,1
3. Rentabilidad relativa de las exportaciones (1/2)	0,6	-1,2	-0,3	-1,9	-1,2	0,4	2,3
<b>ESPAÑA/UE 15</b>							
4. Márgenes relativos de exportación frente a la UE 15 (4.1/4.2)	-0,3	-0,5	-2,0	-0,9	-0,4	-0,9	-2,8
4.1. Precios de exportación de manufacturas relativos	2,1	-0,6	0,8	0,5	1,2	-1,2	-0,5
4.2. Costes laborales unitarios en la industria relativos	2,4	-0,1	2,9	1,4	1,6	-0,3	2,3

FUENTES: Ministerio de Economía, OCDE, Comisión Europea y Eurostat.

a. Inversa de la participación de los asalariados (en la industria) en el PIB (VAB industrial).

El hecho de que los precios relativos de exportación hayan crecido menos que el resto de medidas de precios y costes relativos en los años recientes refleja que en un contexto de apreciación del euro las empresas exportadoras españolas han tendido a limitar el crecimiento de los precios de exportación, con el objetivo de mantener su cuota en los mercados mundiales. El resultado ha sido una nueva contracción de sus márgenes de exportación en 2004. El cuadro 4.2 ilustra el considerable descenso de la rentabilidad relativa de las exportaciones, que refleja el diferencial de crecimiento entre los precios de exportación y el deflactor del valor añadido.

El empeoramiento de la competitividad de la economía española vía precios y costes, en el año 2004, frenó el avance de sus exportaciones, que experimentaron un crecimiento menor que el de sus mercados, tanto en el comercio de bienes como en el de servicios. Así, las cuotas de exportación en términos nominales, valorando el crecimiento de los mercados en euros, se redujeron ligeramente, hasta situarse en niveles del 2% y del 4%, en los mercados mundiales y en el área del euro, respectivamente (frente a niveles del 2,1% y del 4,1% el año anterior). En términos reales, la participación de las exportaciones en los mercados mundiales se redujo en una magnitud similar. Por su parte, la evolución de los precios relativos favo-

	1995		2004		ÚLTIMO DATO
	ESPAÑA	ESPAÑA/UE	ESPAÑA	ESPAÑA/UE	
<b>PIB PER CÁPITA Y COMPONENTES</b>					
PIB per cápita (a)	13,3	78,9	21,8	89,7	2004
PIB per cápita (b)	13,3	78,9	17,0	85,4	2004
Población 16-64 / Población total	68,3	102,3	70,4	105,7	2004
Tasa de empleo (c)	50,7	81,3	58,8	88,1	2004
Productividad del trabajo (d)	38,5	94,8	41,2	91,8	2004
Productividad por hora (e)	22,2	85,6	23,8	81,5	2003
<b>PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES Y STOCK DE CAPITAL</b>					
PTF (f)	100,0	100,0	102,7	95,7	2004
Stock capital total / Empleo	114,2	89,7	125,9	90,1	2004
Capital tecnológico / PIB	4,2	41,4	5,6	46,4	2003
Capital humano / Población 16-64	32,0	52,8	41,4	65,2	2003
<b>OTROS INDICADORES COMPLEMENTARIOS</b>					
Gasto en I+D / PIB	0,8	41,8	1,1	47,9	2003
VAB ramas TIC (g)	3,7	77,7	4,0	70,1	2001
Gasto per cápita TIC (h)	448,9	56,8	1.050,7	71,0	2004
Gasto público educación / PIB	4,7	89,8	4,4	82,0	2002
Población edad de trabajar con estudios superiores / Población total	59,0	85,3	62,5	85,0	2004

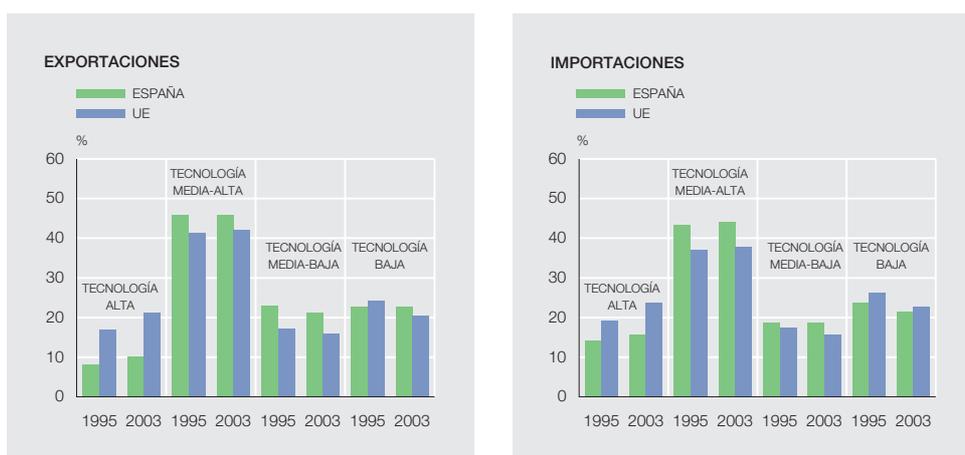
FUENTES: Eurostat, OCDE, FUNCAS, Ministerio de Economía y Banco de España.

- a. Miles de euros corrientes en ppc.
- b. PIB real en miles de euros del año 1995 por persona.
- c. Ocupados sobre la población de entre 16 y 64 años.
- d. Miles de ppc en euros por ocupado.
- e. Euros en ppc por hora.
- f. Índice 1995 = 100.
- g. % sobre el VAB del total de la economía.
- h. ppc en euros por habitante.

reció la penetración de las importaciones en el mercado interno, elevando el contenido de importaciones por unidad de demanda final —en un 22%, en el caso de las importaciones de bienes—. Una consecuencia de esta evolución fue el notable aumento del déficit exterior de bienes y servicios, que, como se aprecia en los datos de la Contabilidad Nacional, base 1995, se situó en un 3,7% del PIB, más del doble que el registrado el año anterior (1,6%).

Desde un punto de vista más general, el patrón de crecimiento seguido por la economía española en los años recientes se ha caracterizado por el escaso avance en el grado de capitalización, en su sentido más amplio (véanse los indicadores que se presentan en el cuadro 4.3), lo que se ha traducido en un reducido ritmo de crecimiento de la productividad y ha mermado la capacidad de las empresas españolas para adecuar su estructura productiva y comercial a las pautas que sigue la demanda internacional. De esta forma, se ha entorpecido la consecución de una mayor especialización en aquellos productos de mayor valor añadido y contenido tecnológico, cuya demanda presenta mayor crecimiento en los mercados internacionales.

Las reducidas ganancias de productividad, muy inferiores a las que se aprecian en el promedio de la UE 15, están frenando el proceso de convergencia de los niveles de renta y bienestar con los países de esta área. De hecho, el PIB per cápita a precios corrientes de la economía española ascendió al 89,7% del de la UE 15, en el año 2004 (un 85,4% a precios constantes), nivel similar al de 2003. No obstante, estas estimaciones están realizadas con datos del PIB



FUENTES: Eurostat, Aduanas y Banco de España.

a. Porcentajes sobre el total de exportaciones e importaciones, respectivamente.

procedentes de la base 1995 y se verán afectadas, en una medida difícil de prever, por el cambio de las Cuentas Nacionales a la base 2000, tanto en España como en la mayoría de los países de la UE. Como es sabido, la medición de la productividad se enfrenta a numerosas dificultades de carácter estadístico y metodológico, si bien en el caso de la economía española todas las medidas elaboradas, ya sea productividad por trabajador, por hora trabajada o productividad total de los factores —que constituye una medida más aproximada de la eficiencia productiva, puesto que descuenta la aportación de los factores productivos primarios—, presentan una evolución adversa en los años recientes, en comparación con el promedio de la UE 15.

En el ámbito de la especialización industrial, la estructura de la producción y del comercio exterior de la economía española, en relación con los países de la UE 15 (véase gráfico 4.13), permanece asentada, por un lado, en aquellas ramas que utilizan intensivamente mano de obra poco cualificada y que se enfrentan a una demanda internacional con menor potencial de crecimiento, además de experimentar una mayor competencia de los países emergentes. Por otro lado, los sectores que incorporan niveles de tecnología media-alta tienen también una participación elevada. En este sentido, la ampliación de la UE a los países del centro y del este de Europa, que culminó en mayo de 2004, supone un nuevo reto para el mantenimiento y expansión de los productos españoles en los mercados internacionales, ya que estos países están experimentando un proceso muy intenso de modernización de su aparato productivo, impulsado por la actividad de las empresas multinacionales, que se está traduciendo en una notable aproximación de sus estructuras productivas y comerciales respecto a las de la economía española (véase el recuadro 4.3 para una valoración más detallada de estos efectos sobre el comercio de la UEM).

Las presiones competitivas procedentes de los nuevos socios comerciales podrían contribuir a explicar las dificultades que están teniendo algunas industrias clave, como los vehículos de motor —que suponen una cuarta parte de las ventas españolas al exterior—, para incrementar de manera decidida su participación en los mercados internacionales: en el año 2004 las exportaciones de vehículos de motor crecieron un 5,9%, por debajo del 7,4% registrado el año anterior. Como consecuencia de esta evolución y del notable crecimiento de las importaciones de vehículos, el saldo superavitario que tenía España en el comercio de este tipo de

La cuota de los productos españoles en los mercados internacionales ha registrado un avance muy moderado desde finales de los años noventa, en contraste con el notable incremento que experimentó en esa década. Como se comenta en el recuadro 1.4, esta evolución se ha debido, en parte, a la especialización geográfica de las exportaciones españolas, que se dirigen en su mayor parte hacia el área del euro, mercado que en los últimos años ha mostrado un dinamismo muy escaso. Pero incluso dentro de este mercado, la cuota de los productos españoles ha registrado una ralentización, lo que indica que existen otros elementos, relacionados con la competitividad, como son la evolución de los precios relativos y el patrón de especialización sectorial, que pueden haber contribuido a este proceso.

Como se observa en los gráficos adjuntos, las exportaciones españolas de manufacturas a la zona del euro, en términos reales, avanzaron a un ritmo ligeramente superior al de las importaciones de esta área<sup>1</sup> en el período 1999-2003. Como consecuencia de ello, se produjo una pequeña ganancia de cuota de mercado de los productos españoles en la UEM, de 0,2 pp, muy inferior a la de 1,5 pp lograda en la década de los noventa. El resto de países de la UEM incrementó asimismo ligeramente su participación en las importaciones del área. Por otro lado, cabe destacar el notable dinamismo de las exportaciones de las economías asiáticas y de los nuevos miembros de la UE, cuyo peso en las importaciones del área del euro se incrementó en 4,3 pp y en 1 pp en el período considerado, respectivamente. El resto de países que exportan al mercado de la UEM perdieron, en su conjunto, cuota de mercado en el período analizado, siendo especialmente destacables las pérdidas experimentadas por Estados Unidos y el Reino Unido.

Atendiendo a la desagregación del comercio por ramas de intensidad tecnológica, el pequeño incremento en la cuota de los países de la zona del euro dentro de su propio mercado fue el resultado de combinar un incremento de su cuota en las importaciones de bienes de alta tecnología y una reducción en el resto de sectores, mientras que, en el caso concreto de España, se observaron muy ligeras ganancias de cuota tanto en bienes de alta tecnología como de tecnología baja. El incremento de la participación de Asia y los nuevos miembros de

la UE se produjo de forma generalizada en todos los sectores, destacando el notable aumento del peso de las economías asiáticas en bienes de alta tecnología y de los países de la ampliación en los de intensidad tecnológica media-alta.

Entre los elementos que contribuyen a explicar esta evolución de las exportaciones españolas a la UEM cabe destacar, en primer lugar, la competitividad precio. En el período considerado, la economía española mantuvo un diferencial positivo de inflación y de crecimiento de los costes laborales unitarios respecto de sus principales competidores. Sin embargo, los precios de exportación de los productos españoles dirigidos al área del euro crecieron a tasas muy similares o incluso inferiores a las de sus competidores<sup>2</sup>, lo que refleja el esfuerzo de las empresas españolas por conservar sus mercados, a costa de una notable reducción de sus márgenes de exportación.

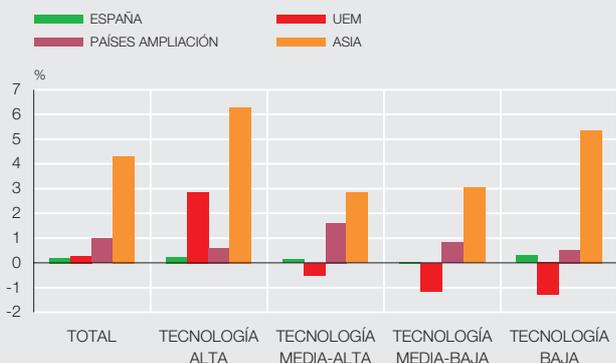
Por otra parte, al comparar la estructura por ramas de intensidad tecnológica de las exportaciones al área del euro de España, de las economías asiáticas y de los nuevos miembros de la UE, se aprecia que, en el caso español, las ventas a los mercados europeos se encuentran muy concentradas en las industrias de tecnología media-alta, donde la presencia de los países de la ampliación está adquiriendo una importancia notable. Por su parte, las industrias de menor contenido tecnológico, que todavía tienen una participación elevada en la estructura española, constituyen también un segmento crucial en el patrón de especialización de las exportaciones de las economías asiáticas —que se encuentran polarizadas entre las industrias de tecnología más alta y las de menor contenido tecnológico—. Finalmente, los productos de alta tecnología tienen un peso muy reducido en las exportaciones españolas, en comparación con el resto de las áreas consideradas.

La creciente importancia en los mercados europeos de las economías del Sudeste asiático y de los países de la ampliación, que disfrutaron de notables ventajas en sus niveles de costes y que se encuentran especializadas en algunas ramas de elevada importancia

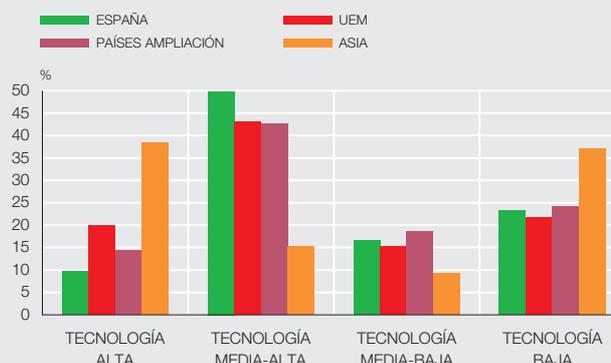
1. En el cálculo de las importaciones del área del euro se han incluido los flujos comerciales entre los países del área.

2. De acuerdo con los datos de Eurostat, los precios de exportación de España al área del euro crecieron a una tasa media anual del 2,9%, por debajo del avance de los precios de los países de la ampliación (3,4%) y del resto de economías del área (3,3%).

CAMBIO EN LA CUOTA REAL EN LAS IMPORTACIONES DE LA UEM  
Período 1999-2003



CAMBIO EN LA CUOTA REAL EN LAS IMPORTACIONES DE LA UEM  
Período 1999-2003



FUENTES: OCDE y Eurostat.

en la estructura de las ventas de España, plantea un reto para las empresas españolas que, al enfrentarse a mayores costes relativos, a lo largo de los últimos años han tenido que realizar un ajuste notable de sus márgenes para mantener sus precios en línea con los de estos competidores. En este contexto, el posicionamiento de los productos españoles en los mercados internacionales depende crecientemente de factores de competitividad «no precio». La evidencia disponible apunta a que, hasta ahora, las empresas españolas han competido en segmentos de calidad algo superiores a los de estos

competidores<sup>3</sup>, lo que habría contribuido a mantener la cuota de los productos españoles. Sin embargo, tanto la generación de nuevas ventajas competitivas como el mantenimiento de las actuales requieren una apuesta decidida de las empresas españolas y de las políticas públicas por la innovación tecnológica y la calidad.

3. Véase el artículo «Los efectos de la ampliación de la UE sobre la economía española: estructuras productivas y flujos comerciales», *Boletín Económico*, Banco de España, junio de 2004.

productos, que se había venido reduciendo de manera continuada en los últimos años, prácticamente se disipó en 2004. Por otra parte, las exportaciones de productos de intensidad tecnológica baja registraron un crecimiento muy moderado, del 2,6% nominal, afectadas por el retroceso de las ventas de productos textiles y de manufacturas diversas, ramas especialmente afectadas por la creciente competencia de algunas economías asiáticas. Finalmente, las ventas de las industrias de intensidad tecnológica media baja fueron las más dinámicas en 2004, con un crecimiento nominal del 15,2%, al que contribuyó el incremento de las exportaciones de productos derivados del petróleo, cuyo precio se vio impulsado por la cotización del crudo.

Un último factor relacionado con la posición de la economía española en el entorno internacional es la inversión exterior directa. En el año 2004, los flujos de inversiones extranjeras directas dirigidos a España experimentaron una caída significativa. Aunque este descenso fue inferior al registrado en otras economías desarrolladas, el menor atractivo que ha mostrado la economía española en los años recientes frente a otros países menos desarrollados, que muestran importantes ventajas en términos de costes laborales unitarios, constituye otro síntoma de las debilidades estructurales de la economía y, en particular, del retraso en la incorporación del capital tecnológico y en la mejora de la dotación de capital humano. Estos factores deberían corregirse para impulsar el potencial de crecimiento de la economía y generar nuevas oportunidades de negocio.

## 7 La actividad de las Administraciones Públicas

El sector Administraciones Públicas cerró el año 2004 con un déficit del 0,3% del PIB (véase cuadro 4.4), frente a un superávit del 0,3% del PIB registrado el año anterior, en un marco de crecimiento nominal superior al previsto inicialmente, pero bajo una recuperación económica menos intensa que la proyectada<sup>6</sup>. Las cuentas de las Administraciones Públicas se vieron afectadas no solo por las decisiones en materia de política económica adoptadas por el Gobierno, sino también por una serie de efectos de impacto esencialmente contable, cuyo detalle se recoge en el recuadro 4.4. Dentro de este conjunto de elementos destaca, por su cuantía, la reordenación del sector ferroviario, originada por la incorporación al derecho español de las Directivas Comunitarias de apertura a la competencia de este tipo de transporte. Si se descuenta este efecto, de naturaleza transitoria, el sector Administraciones Públicas habría obtenido un superávit del 0,4% del PIB, con un saldo primario que se situaría en el 2,6% del PIB. La deuda pública continuó reduciendo su peso con respecto al PIB (incluso sin corregir

6. Cabe advertir que las cuentas de las Administraciones Públicas que se comentan están referidas a la base 2000, siguiendo la información proporcionada en la Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de febrero de 2005. Los ratios están en base 1995.

Porcentajes de variación y % PIB	Tasas de variación (CN base 2000)				% PIB 2004 (a)
	2001	2002	2003	2004	
1. Recursos no financieros	7,5	8,5	7,3	7,5	40,5
Recursos corrientes	7,3	8,3	7,0	7,7	39,8
<i>Impuestos sobre producción e importación</i>	4,2	9,1	10,2	10,5	12,4
<i>Impuestos sobre renta y patrimonio</i>	6,5	11,7	3,6	8,5	10,7
<i>Cotizaciones sociales</i>	8,9	7,0	7,6	6,8	13,6
<i>Otros recursos corrientes (b)</i>	14,4	1,2	4,1	-1,5	3,1
Recursos de capital	20,4	18,3	23,6	-2,1	0,8
2. Empleos no financieros (c)	6,5	7,8	5,7	9,1	40,8
Empleos corrientes	5,6	7,3	6,2	7,2	35,2
<i>Consumo final</i>	6,9	8,1	7,4	8,7	18,3
<i>Prestaciones sociales (no en especie)</i>	5,9	7,8	6,0	7,5	12,2
<i>Intereses (c)</i>	1,8	-3,8	-5,6	-7,0	2,2
<i>Subvenciones</i>	-2,6	10,6	8,5	0,7	1,0
<i>Otras transferencias</i>	2,3	16,5	14,4	14,5	1,5
Empleos de capital	13,0	11,7	2,2	22,8	5,6
<i>Formación bruta de capital (d)</i>	16,4	13,4	4,4	9,0	3,7
<i>Otros empleos de capital</i>	4,8	7,3	-4,1	65,0	1,9
3. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (c) (3 = 1 - 2)	—	—	—	—	-0,3
PRO MEMORIA:					
Saldo total neto del efecto RENFE	—	—	—	—	0,4
Saldo primario	—	—	—	—	1,9
Deuda bruta (c)	1,2	1,6	-0,3	2,0	48,9

FUENTES: INE, Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

- a. En base 1995.  
 b. Incluye el excedente bruto de explotación.  
 c. Según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo.  
 d. Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos.

el efecto RENFE), hasta situarse en el 48,9%. La política presupuestaria del nuevo Gobierno, constituido en abril, se caracterizó por la continuidad, al estar basada, esencialmente, en los Presupuestos aprobados por el anterior Gobierno, ya que todavía no se había iniciado la introducción de las distintas medidas en materia de reforma tributaria y de gasto anunciadas para la presente legislatura.

Por subsectores, el Estado y sus organismos registraron un déficit abultado (-1,3% del PIB), que se debió esencialmente a factores de naturaleza temporal y, en menor medida, a algunos elementos de naturaleza más permanente, pero que no habían sido incorporados en la contabilidad pública hasta este año. Entre los primeros destacan el pago a la Comunidad Autónoma de Andalucía de la liquidación definitiva del sistema de financiación del período 1997-2001, que afectó a las transferencias corrientes, por un valor de 2.500 millones de euros, y la reorganización del sector ferroviario, que incidió sobre la inversión pública y las transferencias de capital. Entre los segundos destaca la incorporación de RTVE a este subsector. La Seguridad Social, por su parte, obtuvo un superávit (del 1% del PIB) mayor del previsto inicialmente, debido a un comportamiento de los ingresos mejor del que se proyectaba a principios de año. Tal mejora permitió, asimismo, aumentar el Fondo de Reserva en mayor cuantía de lo esperado (3.713 millones adicionales, hasta alcanzar los 19.330 millones de euros). Las Comunidades Autónomas cerraron el año con

En el año 2004 han concurrido una serie de circunstancias especiales que pueden dificultar la comprensión de las cuentas públicas y su comparación con las series publicadas anteriormente. En este recuadro se revisan las más importantes y se explica su impacto sobre las cuentas públicas.

En primer lugar, hay que tomar en consideración el cambio del año base de la Contabilidad Nacional de España (CNE), del año 1995 al año 2000. Esto ha implicado, por un lado, la reclasificación de unos 200 entes públicos, mayoritariamente dependientes de las Comunidades Autónomas, dentro del sector de Administraciones Públicas, desde el sector de Sociedades no financieras en el que figuraban anteriormente. Por otro lado, el cambio de base ha implicado también una reclasificación de gastos entre distintos subsectores de las Administraciones Públicas, sin efecto, por tanto, en la cuenta consolidada del sector. Se trata, principalmente, de la asignación a las Comunidades Autónomas de los gastos sanitarios, sobre los que ya tenían competencias asumidas, y que hasta ahora figuraban en el subsector de Seguridad Social. Paralelamente, se han asignado al subsector de la Administración Central los gastos de prestaciones sociales no contributivas, que ya eran financiados por esta Administración, desgajándolos del subsector de Seguridad Social. El impacto sobre las cuentas públicas afecta tanto a las operaciones no financieras como a las financieras y se retrotrae hasta el inicio de la nueva serie publicada de la CNE<sup>1</sup> (año 2000). Por lo tanto, aunque el cambio en el año base modifica notablemente las cuentas públicas, no ejerce ningún efecto diferencial, extraordinario ni específico en el año 2004.

En segundo lugar, destaca la transferencia de 2.500 millones de euros (0,32% del PIB) del Estado a la Comunidad Autónoma de Andalucía como liquidación definitiva del sistema de financiación del período 1997-2001. Al tratarse de una transferencia entre Administraciones Públicas, no afecta a la cuenta consolidada del sector, aunque sí al subsector de la Administración Central (mayor gasto) y al subsector de las Comunidades Autónomas (mayor ingreso). Por su naturaleza, esta transferencia tiene un carácter excepcional, por lo que su efecto puede considerarse limitado al año 2004.

1. Por tanto, los años 2000-2003 están disponibles en ambas bases, pero las cifras correspondientes al año 2004 solo están disponibles en la nueva base 2000.

En tercer lugar, puede mencionarse la asunción por el Estado de deuda de RENFE, por importe de 5.459 millones de euros (0,69% del PIB), vinculada a la reestructuración del sistema ferroviario. Esta cantidad puede dividirse en dos tramos. Por un lado, 1.800 millones corresponden a la incorporación al Estado de la red ferroviaria convencional, mientras que el resto, 3.659 millones, corresponde a la asunción de deuda histórica de RENFE. El primer tramo puede contemplarse como una compra de un bien de inversión (la infraestructura ferroviaria) por parte del Estado a RENFE, cuyo pago se materializa en la asunción, por parte del Estado, de la correspondiente deuda de RENFE. El reflejo en las cuentas no financieras es, por tanto, un aumento de la formación bruta de capital fijo de las Administraciones Públicas, con la contrapartida de una disminución de la formación bruta de capital fijo de las Sociedades no financieras. Por otro lado, se produce un aumento de la deuda de las Administraciones Públicas, con la correspondiente disminución de la deuda de las Sociedades no financieras. El segundo tramo es un caso típico de asunción de deuda, que tiene su reflejo contable en un pago por transferencias de capital de las Administraciones Públicas al sector de Sociedades no financieras, con un reflejo en la deuda similar al caso anterior. Así pues, la totalidad de la operación (0,69% del PIB de mayores gastos) queda reflejada en las operaciones no financieras y financieras de las Administraciones Públicas, influyendo, por tanto, en el saldo del sector. El nivel de deuda pública queda afectado en igual cuantía, pero al tratarse de un *stock* tiene efectos permanentes. Solo el impacto sobre el saldo público puede considerarse transitorio, al reflejarse únicamente en el año 2004. En el futuro, esta operación tendrá efectos sobre la composición del gasto del Estado (menores transferencias de capital pero mayor gasto de inversión —por un lado—, y menores subvenciones pero mayores pagos de intereses —por el segundo tramo citado—), aunque, en principio, no influirá en el saldo ni en la deuda pública.

En cuarto lugar, hay que resaltar dos recientes decisiones de Eurostat que afectan a la sectorización de Radiotelevisión Española (RTVE)<sup>2</sup> y de Madrid Infraestructuras del Transporte (MINTRA). Estas dos empresas públicas, anteriormente incluidas en el sector de So-

2. Esta operación tuvo lugar en la Notificación PDE de septiembre de 2004, con efectos desde el año 2000, por lo que las cuentas públicas difundidas por el IGAE y el INE desde la primera fecha ya recogían este hecho.

% PIB

	2000	2001	2002	2003	2004
<b>CNE base 1995 (a)</b>					
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas	-0,9	-0,4	-0,1	0,4	—
Deuda pública	61,1	57,5	54,4	50,7	—
<b>CNE base 2000</b>					
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas	-0,9	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Deuda pública	61,3	57,9	55,0	51,4	48,9
<b>PRO MEMORIA</b>					
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas, sin incluir el efecto RENFE	-0,9	-0,5	-0,3	0,3	0,4

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

a. Estas series ya incluían RTVE.

ciudades no financieras, han de considerarse, de acuerdo con las decisiones citadas, como Administraciones Públicas y han de incluirse (tanto por sus operaciones no financieras como por su deuda) en dicho sector (la primera en el subsector de la Administración Central y la segunda en el subsector de las Comunidades Autónomas). El impacto sobre las cuentas públicas se retrotrae hasta el inicio de la nueva serie publicada de la CNE (año 2000) y, por tanto, no se ejerce ningún efecto diferencial, extraordinario ni específico en el año 2004. Asimismo, esta nueva sectorización se mantendrá en el futuro.

En resumen, todos estos efectos han supuesto una ligera revisión al alza del déficit público y de la deuda pública entre los años 2000-2003 con respecto a las cifras disponibles con anterioridad (véase el cuadro adjunto). Por otra parte, la nueva serie (base 2000 de la CNE) muestra un empeoramiento sustancial del saldo público en el año 2004 con respecto al superávit del año 2003. No obstante, si se descuenta el efecto transitorio de la reestructuración ferroviaria, se puede apreciar una continuación del proceso de consolidación que viene produciéndose en los últimos años, al aumentar el superávit desde un 0,3% del PIB en el año 2003 al 0,4% del PIB en el año 2004.

un ligero déficit que, neto de la transferencia realizada por el Estado a Andalucía, alcanzó un peso sobre el PIB del 0,3%. Cabe recordar que once CCAA incumplieron sus objetivos de estabilidad presupuestaria en 2003, aunque únicamente la Comunidad Valenciana y Cataluña tuvieron que presentar un plan económico-financiero, en cumplimiento de la Ley de Estabilidad Presupuestaria, detallando las medidas que deben posibilitar la corrección de los desequilibrios en el medio plazo. Por su parte, las Corporaciones Locales presentaron un ligero déficit, muy inferior al 0,1% del PIB.

Por componentes, el saldo superavitario de las AAPP (neto de efectos temporales) fue consecuencia tanto del crecimiento en los ingresos tributarios, que situaron su peso sobre el PIB en el 37,1%, como del descenso, por tercer año consecutivo, de los pagos por intereses, lo que llevó su peso sobre el PIB al 2,2%. El contrapeso vino marcado por la aceleración en el gasto en consumo final.

El aumento en los ingresos fiscales en el año 2004 se puede atribuir casi en su totalidad al dinamismo en la recaudación de los impuestos sobre la producción y las importaciones, que crecieron un 10,5% con respecto al año anterior y, dentro de ellos, a la aceleración del impuesto sobre el valor añadido. La fortaleza del consumo está necesariamente en la base de este fuerte avance de los impuestos indirectos, que situó su peso en el PIB en el 12,4%. Además, el crecimiento de los precios de la vivienda puede haber contribuido de forma destacada al crecimiento de la recaudación del IVA y del impuesto sobre transmisiones patrimoniales, como ya se apuntaba en el Informe correspondiente a 2003.

La contribución de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio al aumento de los ingresos fiscales fue de menor magnitud, reflejando un comportamiento dispar de sus dos principales figuras impositivas. Mientras que se produjeron fuertes aumentos en los impuestos pagados por las empresas, en consonancia con la evolución observada en los beneficios, la recaudación por el IRPF tuvo un crecimiento muy débil (2,8%). Este bajo crecimiento se debió, en gran medida, a la incidencia de efectos temporales, que afectan al cómputo de los ingresos en los dos años de la comparación, y también a efectos permanentes. En concreto, la nueva periodificación de los ingresos por retenciones de las Administraciones Públicas, que pasaron a ser mensuales en vez de trimestrales en 2003, y la aplicación tardía (en febrero) de la nueva tabla de retenciones, asociada a la reforma del impuesto, engrosaron la recaudación del año 2003. Por su parte, la recaudación por cuota diferencial de 2004 se vio afectada, a la baja, por la reforma del impuesto implantada el año anterior. Asimismo, la desaparición del régimen de transparencia fiscal incidió sobre este tributo de forma permanente, ya que las sociedades que antes podían acogerse a aquel régimen han pasado a tri-

butar por el impuesto sobre sociedades. Se estima que, una vez corregido el efecto temporal, la participación del IRPF sobre el PIB (6,5%) ha alcanzado unos valores acordes con la nueva normativa, ligeramente por debajo de los observados a principios de la década.

Los ingresos por cotizaciones sociales crecieron un 6,8% debido a la contención en los salarios y a pesar del considerable aumento en la afiliación (2,8%), que siguió creciendo por encima de lo que lo hizo la ocupación. Estos ingresos se vieron afectados, positivamente, por el ligero aumento en los tipos de cotización en algunos regímenes especiales para aquellos cotizantes que desean cobertura por incapacidad temporal y, en menor medida, por el ajuste al alza en las bases máximas un punto por encima de la previsión de inflación (como ha venido ocurriendo en otros años), y, negativamente, por el crecimiento en las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo, aunque en este último caso dicho crecimiento fue muy inferior al presupuestado. Cabe pensar que los efectos sobre la recaudación de las distintas medidas adoptadas en los últimos años (como la unificación de bases máximas) ya han sido consolidados en el sistema, por lo que podría esperarse el mantenimiento del peso de estos ingresos en el PIB en valores próximos a los alcanzados en 2004 (13,6%)<sup>7</sup>.

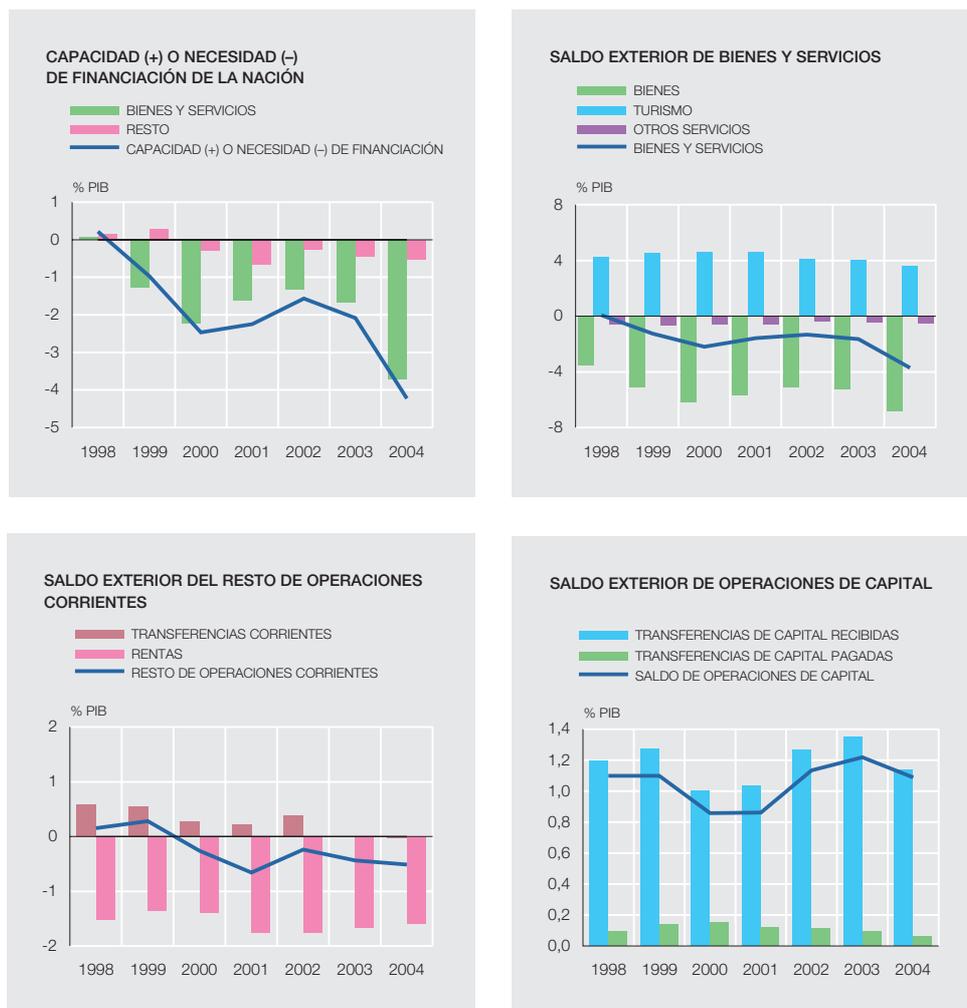
Por último, cabe mencionar la caída en la cuantía de los otros ingresos, explicada por el descenso en los correspondientes a beneficios del Banco de España y por la fuerte reducción de las transferencias de capital procedentes de la Unión Europea.

El crecimiento de los empleos no financieros estuvo determinado muy especialmente por la reordenación del sector ferroviario y por el aumento del consumo público. La asunción de la deuda de RENFE se reflejó en un aumento de las transferencias de capital pagadas, mientras que la incorporación de la red ferroviaria convencional al Estado se reflejó en un aumento de la formación bruta de capital. No obstante, la fuerte desaceleración en esta última partida del gasto canalizado a través de las Administraciones Territoriales acabó pesando más en la evolución de dicha partida del gasto. Cabe recordar, sin embargo, que una parte notable del esfuerzo inversor público se canaliza a través de empresas no incluidas entre las AAPP, que se financian mediante aportaciones patrimoniales o préstamos, que no tienen efecto sobre el saldo público. El aumento en el consumo final del sector, que se situó en el 18,3% del PIB, se debió principalmente al incremento de los consumos intermedios y de las transferencias sociales en especie (relacionadas, fundamentalmente, con el gasto sanitario y con la educación concertada), que han venido aumentando su peso en el agregado desde el principio de la década. En cambio, el otro componente del consumo, la remuneración de asalariados de las AAPP, mantuvo una tasa de crecimiento similar a la observada el año anterior (6,6%). Cabe mencionar que el gasto en subvenciones en 2004 prácticamente no creció con respecto al año anterior.

Por último, las prestaciones sociales se aceleraron significativamente, alcanzando un peso con respecto al PIB del 12,2%. Esa evolución fue producto, principalmente, de una desviación sobre la inflación prevista superior a la de 2003, de una revalorización por encima de la inflación de las pensiones mínimas y de viudedad y de un aumento del gasto destinado a prestaciones por desempleo del 9,6%, frente al incremento del 5,9% en el conjunto del año 2003. La aceleración de las prestaciones por desempleo se produjo a pesar del menor aumento en el número de parados con empleo anterior, por lo que refleja el incremento de la tasa de cobertura, que se situó en el 74,5%, bastante por encima del nivel con que terminó 2003, debido a la caída en el desempleo de larga duración.

---

7. Dependiendo del impacto final del proceso de regularización de inmigrantes, se podría producir algún cambio en esta ratio en el futuro.



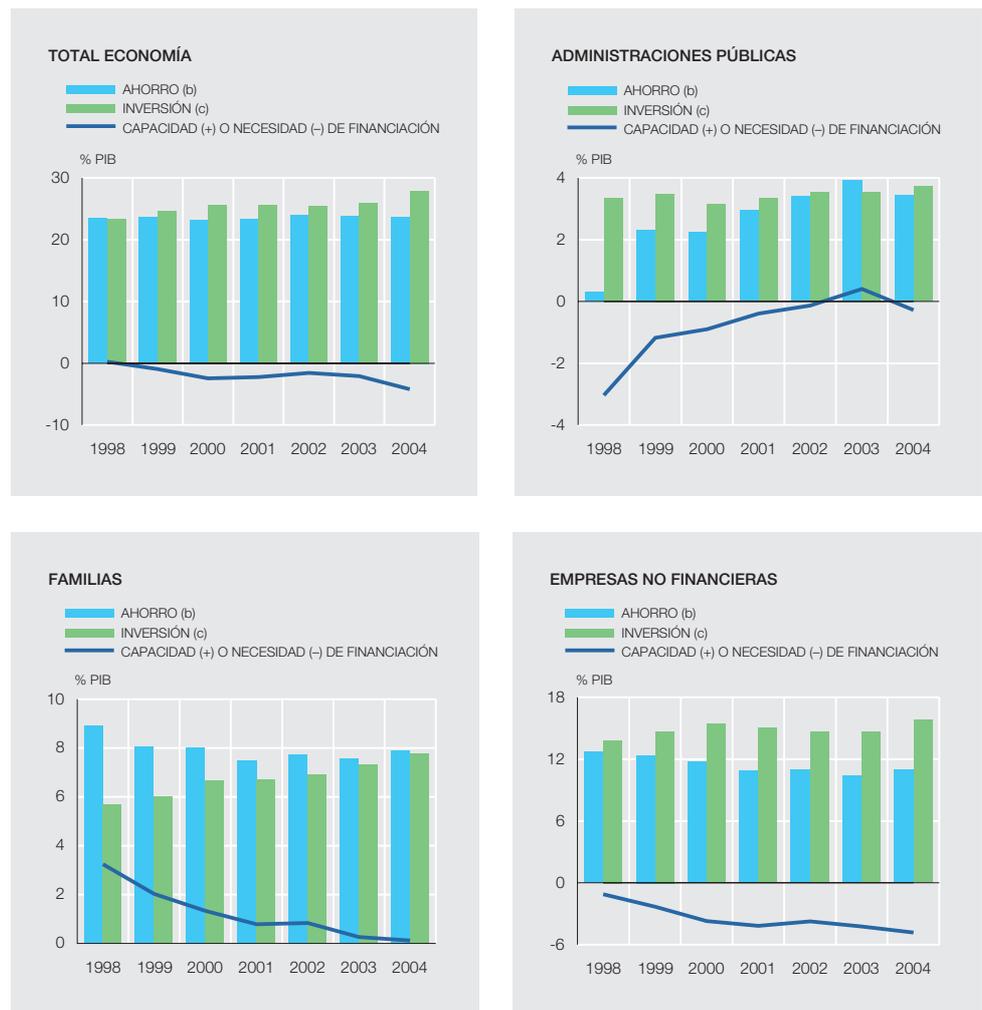
FUENTE: INE.

a. Contabilidad Nacional, base 1995.

En resumen, el saldo negativo de las AAPP que se observó en 2004 se debió principalmente al aumento transitorio de los gastos de capital, asociados a la reordenación de RENFE. Al eliminar el impacto de estos efectos sobre las cuentas se obtiene un saldo superavitario, que refleja, fundamentalmente, un aumento de los ingresos fiscales y una caída de los pagos por intereses. Cabe llamar la atención sobre la aceleración de los gastos de consumo. El grado de cumplimiento de las distintas reglas fiscales a las que se ve sujeta la actuación pública en España en 2004 fue satisfactorio. Así, el límite máximo anual de gasto establecido en la LEP se respetó, aunque el principio de estabilidad, definido en la actual Ley como un equilibrio o superávit presupuestario, no se verificó en todos los niveles de la Administración Pública. También se cumplieron los criterios establecidos por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en cuanto al mantenimiento del saldo público cercano al equilibrio o en superávit.

**8 La cuenta de capital y la cuenta del resto del mundo**

De acuerdo con la Contabilidad Nacional, base 1995, en el conjunto de 2004 la necesidad de financiación exterior de la economía española se intensificó notablemente, hasta el situarse en el 4,2% del PIB, frente al 2,1% del ejercicio anterior. Este resultado, que sitúa el déficit exterior español en niveles máximos históricos, fue consecuencia, fundamentalmente, de la desfavorable evolución que experimentó el déficit por cuenta corriente (-5,3% del PIB) y, en menor medida, de la disminución del superávit por operaciones de capital (1,1% del PIB) (véase gráfico 4.14).



FUENTES: INE y Banco de España.

- a. Contabilidad Nacional, base 1995.
- b. Ahorro nacional bruto.
- c. Formación bruta de capital.

El comportamiento negativo de la balanza por cuenta corriente vino determinado, principalmente, por el incremento del desequilibrio del comercio de bienes, que se amplió hasta el -6,8% del PIB, desde el -5,2% de 2003. Como se ha comentado en secciones anteriores, el vigor que caracterizó a los flujos reales de importaciones de bienes durante el período, superior al experimentado por los flujos de exportaciones, unido al empeoramiento que reflejó la relación real de intercambio —acusando, por una parte, la fuerte escalada de los precios internacionales de las materias primas y, por otra, el moderado crecimiento de los precios de exportación—, propició una evolución muy desfavorable del desequilibrio comercial.

Durante el año 2004, el peso del superávit de servicios sobre el PIB disminuyó cinco décimas, hasta el 3,1%, fruto de un nuevo empeoramiento del saldo turístico y un deterioro del déficit de los restantes servicios. El superávit turístico ha mostrado un perfil descendente en los últimos cuatro años, hasta situarse en el 3,6% del PIB en 2004, un punto porcentual por debajo del peso alcanzado en 2001. En el último ejercicio los ingresos reales por turismo descendieron por segundo año consecutivo, en parte influidos por factores coyunturales, como los atentados del 11 de marzo, aunque esta evolución se vio condicionada también por los pro-

blemas estructurales que han venido afectando a la evolución del sector en los últimos años, como la progresiva pérdida de competitividad mantenida frente a los países del Mediterráneo oriental, en un contexto, además, de fortaleza continuada del euro. Los pagos turísticos, por el contrario, registraron un comportamiento muy expansivo, impulsados por la apreciación del tipo de cambio y el crecimiento de la renta disponible.

Por su parte, el déficit de rentas redujo una décima su peso en el PIB, hasta situarse en  $-1,6\%$ . Desde la óptica de Balanza de Pagos, la ampliación del déficit de rentas fue resultado del empeoramiento de los saldos correspondientes al sector privado no financiero y al saldo de las instituciones financieras monetarias, mientras que las AAPP corrigieron levemente su déficit. Por instrumentos, se observó un deterioro de los saldos de rentas vinculadas a inversiones directas y a otras inversiones (préstamos, depósitos y *repos*). Por otra parte, el saldo de transferencias corrientes se estabilizó prácticamente en los mismos niveles del año anterior ( $0\%$  del PIB). Los ingresos reflejaron un aumento muy moderado, fruto del incremento que experimentaron los flujos recibidos, especialmente los procedentes de la UE en concepto de Fondo Social Europeo, ya que los fondos comunitarios en concepto de FEOGA-Garantía descendieron; los pagos, por su parte, mostraron un mayor dinamismo, por el aumento de los destinados a las arcas comunitarias en concepto de recurso PNB y de recursos propios tradicionales, así como por el vigor que mantuvieron los pagos por remesas de emigrantes ( $18,7\%$ ), que suponen ya casi el  $22\%$  del total de pagos realizados en concepto de transferencias corrientes.

Finalmente, el superávit de las operaciones de capital redujo ligeramente su participación en el producto ( $1,1\%$ , frente al  $1,3\%$  registrado en 2003), acusando el descenso de las transferencias procedentes de los fondos estructurales FEDER y FEOGA-Orientación, mientras que los flujos correspondientes al Fondo de Cohesión mostraron una evolución más favorable. Cabe recordar que las transferencias netas de capital procedentes de la UE constituyen la partida cuantitativamente más importante de las operaciones de capital, con lo que su reducción gradual a partir de 2007 impediría contrarrestar en torno a un punto porcentual del desequilibrio corriente.

El notable incremento de la necesidad de financiación de la economía española en 2004, que recogen los datos de la cuenta del resto del mundo, fue el resultado de un significativo impulso de la inversión, que incrementó su participación en el PIB en un 1 pp, tras tres años de estabilidad o de incrementos muy moderados (véase gráfico 4.15). El ahorro nacional, en cambio, mantuvo su participación en el PIB, en línea con el nivel medio alcanzado en los últimos años. Todos los sectores contribuyeron a la expansión de la inversión nacional, siendo la aportación de los hogares la más importante. Efectivamente, el crecimiento de la inversión residencial elevó de nuevo el peso de la formación bruta de capital de este sector sobre el PIB y supuso un deterioro adicional de su capacidad de financiación, hasta un mínimo histórico del  $0,1\%$ . Este resultado se produjo en un contexto de estabilidad de la participación del ahorro de este sector en el PIB, en los cuatro últimos años. El incremento del déficit del sector público fue consecuencia de una disminución de la capacidad de ahorro de las AAPP, que unida al aumento de su inversión supuso una reducción de su capacidad de financiación, que se situó en el  $-0,3\%$  del PIB —aunque cabe recordar que estas cifras están afectadas por la reordenación del sector ferroviario—. Por último, en 2004 se produjo una recuperación del ahorro de las empresas, cuya participación en el PIB continúa, no obstante, por debajo de los niveles alcanzados en la segunda mitad de los años noventa. El crecimiento de la formación bruta de capital de las empresas no financieras —que hubiera sido incluso mayor sin el efecto contable de la mencionada reordenación— condujo, sin embargo, a un aumento de su necesidad de financiación, que alcanzó un  $4,8\%$  del PIB.



## La evolución financiera en España

La prolongación de la larga fase de expansión de la economía española en un contexto de creciente holgura de las condiciones de financiación vino acompañada en 2004 de un aumento de los riesgos derivados del endeudamiento de las familias y de la evolución del mercado inmobiliario, así como de una mejora de la situación financiera de las empresas y de una expansión de los balances de las entidades de depósito, que mantuvieron un notable grado de solidez.

Las deudas de los hogares crecieron a una tasa próxima al 20%, fuertemente impulsadas por la aceleración del crédito destinado a la adquisición de vivienda, que se incrementó por encima del 23% con respecto a un año antes. Consecuentemente, la ratio de endeudamiento del sector superó con cierta holgura el 100% de su renta bruta disponible, alejándose de la media de la UEM y aproximándose a los registros alcanzados por las familias en Estados Unidos. La carga financiera asociada se elevó también hasta el valor más alto de los últimos años, al tiempo que el ahorro no destinado al servicio de la deuda se situó en niveles próximos a cero.

Aunque las cotizaciones bursátiles y los precios de la deuda pública a largo plazo se elevaron tanto en España como en la mayoría de los mercados internacionales, los cambios en la posición patrimonial neta de las familias continuaron estando vinculados de manera primordial al comportamiento de los precios de la vivienda, que, un año más, aumentaron por encima del 17%. Como se ha explicado en el recuadro 1.5 de este Informe, esta evolución del valor de los inmuebles provocó una nueva ampliación de la brecha con respecto a sus niveles de equilibrio a largo plazo. Aunque en condiciones normales dicha brecha tenderá a cerrarse de manera paulatina, se ha incrementado la probabilidad que cabe asignar a un escenario, aún poco verosímil, en el que el necesario ajuste de los precios tenga lugar de una manera menos gradual de lo esperado.

El mantenimiento de las tendencias del crédito y el precio de la vivienda descritas en los párrafos anteriores erosionaría los márgenes de seguridad que aún persisten, alimentando, de este modo, los riesgos para la evolución a medio y largo plazo de la economía española que se señalan en el capítulo I de este Informe.

En 2004, por otro lado, tendieron a confirmarse también algunos de los indicios de mejora que se apuntaron en el Informe anterior en otros ámbitos financieros relevantes desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica. Así, las sociedades también aprovecharon la reducción de los costes de financiación para incrementar sus pasivos, que crecieron a una tasa similar a la registrada en 2003, e impulsaron una elevación adicional de su ratio de endeudamiento agregada. Sin embargo, la carga financiera relativa asociada disminuyó, en un contexto de notable avance de los beneficios del sector y de culminación del proceso de saneamiento de balances emprendido por los grandes grupos empresariales nacionales. De hecho, los indicadores sintéticos disponibles de presión financiera sobre la inversión y el empleo se mantuvieron en los niveles reducidos alcanzados un año antes e, incluso, el primero de ellos registró una cierta mejoría adicional.

Asimismo, los beneficios de las entidades de depósito españolas evolucionaron de una manera muy favorable y se registró un cierto retroceso del coeficiente de solvencia agregado, que se mantuvo, no obstante, en niveles confortables, a una notable distancia del mínimo requere-

% PIB	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Economía nacional	-1,0	-2,5	-2,2	-1,6	-2,1	-4,2
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-0,3	-2,4	-3,4	-2,9	-4,0	-4,7
<i>Sociedades no financieras</i>	-2,3	-3,4	-4,5	-4,4	-4,5	-4,6
<i>Hogares e ISFLSH</i>	2,0	1,1	1,1	1,4	0,6	-0,1
Instituciones financieras	0,5	0,8	1,5	1,5	1,5	0,8
Administraciones Públicas	-1,2	-0,9	-0,4	-0,1	0,4	-0,3

FUENTE: Banco de España.

rido. Además, la solidez del sector se vio reforzada por el avance de las ratios de cobertura de los activos dudosos. De este modo, bancos, cajas y cooperativas disponen de un margen de seguridad amplio para absorber el posible impacto de la eventual materialización de alguno de los riesgos existentes, en particular de los asociados al comportamiento del mercado inmobiliario, en el que han venido elevando considerablemente su exposición en los últimos años.

También se registró un mayor dinamismo en los mercados primarios y secundarios de renta fija, si bien este avance estuvo propiciado, de manera indirecta, por la pujanza del crédito bancario. Así, las entidades de depósito españolas tuvieron que recurrir, para financiar el crecimiento de sus préstamos, a fuentes alternativas a los depósitos tradicionales, que, si bien avanzaron de manera notable en 2004, no lo hicieron a un ritmo comparable al del crédito. En consecuencia, aumentaron las emisiones de empréstitos por parte de estas instituciones así como las relacionadas con la titulización de activos bancarios, en un contexto en el que, además, determinados cambios regulatorios impulsaron un cierto retroceso de la colocación de este tipo de valores por parte de filiales extranjeras en favor de la realizada por las matrices o sus filiales nacionales.

Sin embargo, es preciso señalar también que el pasado ejercicio se caracterizó igualmente por un escaso dinamismo de la actividad de los intermediarios financieros no bancarios, en particular de aquellos especializados en la gestión del ahorro a largo plazo.

## 1 Los flujos financieros de la economía española

El saldo de las operaciones financieras netas del sector privado no financiero volvió a descender en 2004, como resultado del deterioro de la posición de los hogares, que pasaron a tener necesidades de financiación, y, en menor medida, del aumento de las de las sociedades (véanse cuadro 5.1 y gráfico 5.1). Las instituciones financieras y las Administraciones Públicas (AAPP) redujeron, asimismo, su capacidad de financiación, que en el caso de estas últimas alcanzó valores negativos. Como resultado, el saldo deudor de las operaciones financieras netas de la nación aumentó, y se situó en el 4,2% del PIB, duplicando el registro de 2003.

### 1.1 LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS

El ahorro financiero neto de los hogares e instituciones privadas sin fines de lucro al servicio de los hogares (ISFLSH) se redujo nuevamente, hasta convertirse, de hecho, en una necesidad de financiación por una cuantía igual al 0,1% del PIB. Este movimiento estuvo fuertemente condicionado por el comportamiento de la inversión residencial, en un contexto de relativa estabilidad del ahorro bruto del sector.

Las operaciones financieras de activo de los hogares se incrementaron en relación con el PIB por tercer año consecutivo y alcanzaron el 11,1%, 1,1 pp por encima del registro de 2003



FUENTE: Banco de España.

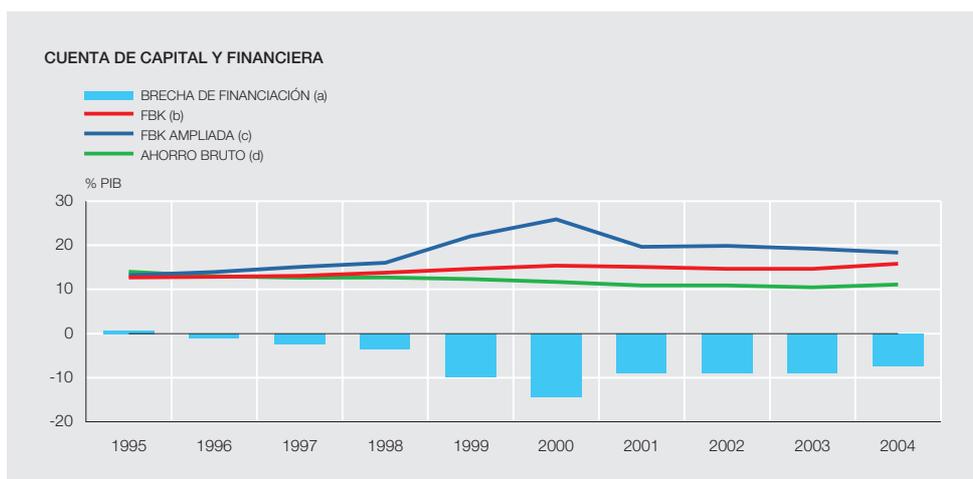
(véase cuadro 5.2). Por componentes, la tendencia ascendente observada desde 2001 en el peso de los medios de pago —efectivo, depósitos a la vista y depósitos de ahorro— se detuvo, de modo que su contribución se redujo ligeramente, aunque se mantuvieron como la principal rúbrica dentro de los flujos de activo (4,1% del PIB). La inversión en depósitos a plazo, en cambio, aumentó, y se situó en el 1,4% del PIB, lo que contrasta con la reducción de su saldo vivo registrada en 2003. Aumentaron, asimismo, las compras de valores de renta fija, fundamentalmente las de los emitidos por no residentes. Por otra parte, la adquisición de acciones y participaciones descendió moderadamente, a pesar del aumento en las cotizaciones bursátiles y su reducida volatilidad, y también la inversión en fondos de inversión, debido, principalmente, a las menores suscripciones netas de FIAMM, que fueron, de hecho, negativas.

Por el lado de los pasivos, los fondos recibidos por los hogares se incrementaron en 1,7 pp en relación con el PIB, y alcanzaron el 11,1%. Este aumento se explica, en gran medida, por la aceleración del crédito destinado a la adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento se situó por encima del 23%, el valor máximo de los últimos años. El reducido nivel de los costes de financiación, junto con la revalorización de los activos inmobiliarios, que ha permitido elevar el valor de las garantías en los préstamos hipotecarios, y el contexto de dinamismo económi-

% PIB	2001	2002	2003	2004
<b>HOGARES E ISFLSH</b>				
Operaciones financieras (activos)	7,9	8,8	10,0	11,1
Medios de pago	1,2	3,7	4,4	4,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	3,5	1,6	-0,1	2,1
Acciones y otras participaciones (b)	-0,2	0,7	0,7	0,3
Fondos de inversión	0,8	0,2	2,3	1,5
<i>FIAMM</i>	1,3	0,7	0,6	-0,2
<i>FIM</i>	-0,5	-0,5	1,8	1,7
Reservas técnicas de seguros	2,7	2,6	1,9	2,0
De las cuales:				
<i>De vida</i>	1,5	1,5	0,7	0,8
<i>De jubilación</i>	0,9	0,9	0,9	1,0
Resto	0,0	0,0	0,8	1,1
Operaciones financieras (pasivos)	6,8	7,4	9,4	11,1
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	5,4	7,2	9,3	11,0
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	4,8	5,1	7,2	8,9
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	0,6	2,1	2,1	1,9
Resto	1,4	0,2	0,0	0,2
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS</b>				
Operaciones financieras (activos)	16,6	16,5	17,7	15,7
Medios de pago	1,7	1,7	0,9	1,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,8	1,8	1,5	0,7
Acciones y otras participaciones (b)	6,1	6,9	7,5	4,2
De las cuales:				
<i>Frente al resto del mundo</i>	4,6	5,2	4,6	2,6
Resto	8,0	6,2	7,9	9,8
Operaciones financieras (pasivos)	21,1	20,8	22,3	20,3
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	6,5	6,3	7,2	9,8
Préstamos exteriores	4,0	3,0	2,8	0,3
Valores de renta fija (a)	0,0	-0,4	-0,2	0,0
Acciones y otras participaciones	5,2	5,9	4,9	2,6
Resto	5,4	6,0	7,6	7,7
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%)</b>				
Financiación (d)	15,4	14,3	15,9	16,0
Hogares e ISFLSH	12,3	15,6	18,7	19,5
<i>Adquisición de vivienda</i>	17,1	16,6	21,3	23,3
<i>Consumo y otros fines</i>	3,9	13,6	13,2	11,1
Sociedades no financieras	17,8	13,3	13,9	13,4

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se incluyen en el resto.  
b. Excluye los fondos de inversión.  
c. Incluye los créditos titulizados.  
d. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.



FUENTE: Banco de España.

- a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la inversión real y financiera permanente y el ahorro bruto.
- b. Incluye la formación bruta de capital y la variación de existencias.
- c. FBK más renta variable en el exterior.
- d. Incorpora las transferencias de capital.

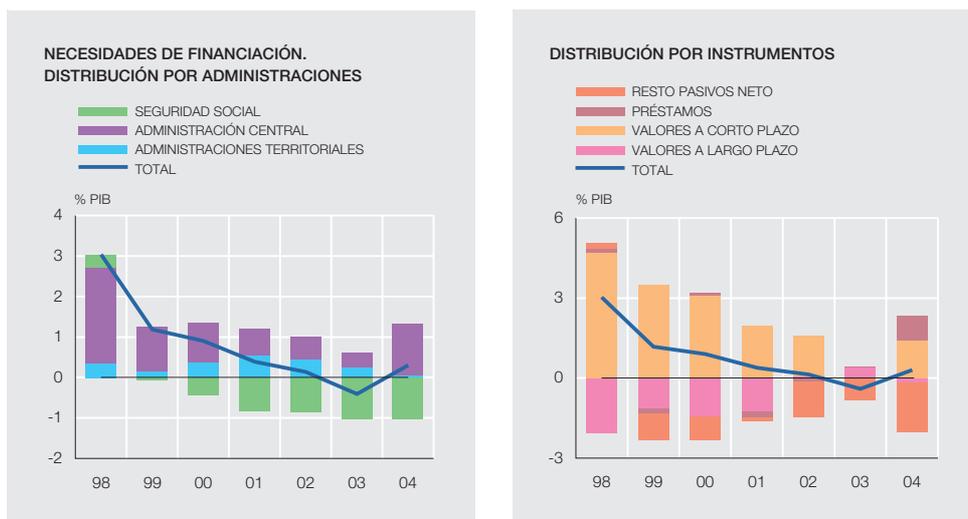
co en el que se ha mantenido la economía española, fueron los principales factores explicativos de esta evolución. Por el contrario, los pasivos destinados a financiar consumo y otros fines avanzaron a una tasa más moderada (en torno al 11%), algo inferior a la de 2003.

Por lo que respecta a las sociedades no financieras, sus necesidades de financiación aumentaron ligeramente, como resultado de un ascenso de la formación bruta de capital algo superior al de su ahorro bruto. No obstante, esta evolución está muy afectada por la asunción de la deuda de RENFE por parte del Estado<sup>1</sup>. Esta operación puntual extraordinaria redujo las necesidades de financiación del sector en aproximadamente siete décimas de PIB. En todo caso, estos desarrollos estuvieron acompañados de una reducción del 40% de la inversión en renta variable en el exterior, por lo que la brecha de financiación, que mide los fondos necesarios para cubrir la inversión real y financiera permanente en el extranjero, disminuyó en más de un punto porcentual y alcanzó el 7,3% del PIB (véase gráfico 5.2)

La adquisición neta de activos financieros por parte de las empresas se situó en el 15,7% del PIB, 2 pp menos que en 2003. A esta reducción contribuyó, fundamentalmente, la desinversión de valores de renta fija emitidos por residentes y, sobre todo, las menores compras de acciones y participaciones (3,3 pp menos que en 2003 en relación con el PIB), tanto nacionales como extranjeras.

Por su parte, las operaciones de pasivo de las sociedades se situaron en el 20,3% del PIB en 2004, frente al 22,3% de 2003. Esta disminución se explica, en buena medida, por el significativo descenso que, a pesar del aumento de las cotizaciones bursátiles, experimentó la captación de fondos mediante acciones y participaciones. La financiación ajena con coste —valores distintos de acciones y préstamos—, en cambio, mantuvo un ritmo de expansión superior al 13% (véase pro memoria del cuadro 5.2), nivel similar al del ejercicio precedente, pero con

1. Para más detalles, véase capítulo 4.



FUENTE: Banco de España.

una composición distinta. Así, el flujo de préstamos exteriores apenas alcanzó un 10% del valor registrado en 2003, en consonancia con la menor emisión de valores de renta fija de las filiales en el exterior, mientras que los fondos procedentes de las instituciones financieras residentes aumentaron un 19% en relación con el año precedente. Por otra parte, la emisión neta de valores de renta fija volvió a ser positiva, tras dos años de registros negativos, aunque por un importe reducido. El mayor dinamismo del crédito frente a la apelación a los mercados de deuda o la captación de recursos en el extranjero refleja fundamentalmente el comportamiento menos expansivo del endeudamiento de las empresas de mayor tamaño, pero también un mayor recurso relativo a la financiación bancaria por parte de este tipo de compañías.

El análisis de la evolución del crédito por actividades productivas refleja el mantenimiento de un notable dinamismo del concedido a los sectores de construcción y servicios inmobiliarios, resultando especialmente elevado el avance de este último (43,3%), que se situó en los niveles más altos de los últimos años. Por otra parte, se produjo un aumento en la tasa de crecimiento de la financiación a la rama industrial, que superó el 5%, tras la atonía que venía mostrando desde finales de 2003.

## 1.2 LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

El saldo neto de las operaciones financieras de las AAPP se redujo en 2004 y pasó a presentar valores negativos (un -0,3% del PIB, como se observa en el gráfico 5.3). Por sectores, esta evolución fue el resultado de un incremento de las necesidades de financiación de la Administración Central (casi 1 pp), que fue superior al descenso de las de las Administraciones Territoriales (AATT), y que coincidió con un mantenimiento de la capacidad de financiación de la Seguridad Social en los niveles de 2003. No obstante, como en el caso de las sociedades, estos datos están muy afectados por la operación puntual de asunción de la deuda de RENFE por parte del Estado, ya que, si se descuenta esta, las AAPP habrían presentado una capacidad de financiación positiva (0,4% del PIB).

La emisión neta de valores negociables por parte de las AAPP fue positiva y se concentró en los plazos más largos, estimulada por la evolución descendente que mostraron los tipos de interés en estos vencimientos, que se situaron en mínimos históricos a finales de año. Así, se observó una amortización de letras del Tesoro y bonos, que fue compensada por una elevada emisión de obligaciones (11,6 mm de euros). Como resultado, la vida media de la deuda del

% PIB	2001	2002	2003	2004
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,2	-1,6	-2,1	-4,2
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	12,2	13,9	13,6	12,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-2,7	3,5	0,8	3,8
Valores distintos de acciones	7,2	4,3	7,0	1,6
De los cuales:				
<i>Entidades de crédito</i>	2,0	0,5	3,7	1,0
<i>Inversores institucionales</i>	5,4	3,3	3,3	-0,1
Acciones y otras participaciones	5,1	5,4	4,8	5,8
De las cuales:				
<i>Sociedades no financieras</i>	4,6	5,2	4,6	2,6
<i>Inversores institucionales</i>	0,5	-0,1	1,2	1,1
Créditos	2,5	0,7	1,0	1,5
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	14,4	15,4	15,7	16,9
Depósitos	2,8	4,4	7,5	1,8
Valores distintos de acciones	3,1	4,5	5,6	12,8
<i>Instituciones financieras</i>	1,5	3,2	6,7	10,0
<i>Resto sectores nacionales</i>	1,6	1,2	-1,1	2,8
Acciones y otras participaciones	4,6	4,1	0,8	1,8
Del cual:				
<i>Sociedades no financieras</i>	4,1	3,5	0,9	0,6
Créditos	4,3	3,4	3,2	1,4
Otros neto (a)	-0,4	-1,0	-1,4	-0,9

FUENTE: Banco de España.

a. Incluye la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro.

Estado aumentó moderadamente, hasta alcanzar los 6,16 años. Por su parte, las emisiones netas de las AATT supusieron un 0,2% del PIB.

La distribución por sectores institucionales de los flujos de financiación de la deuda muestra que el resto del mundo recuperó su posición como principal proveedor de fondos de las AAPP, a través, fundamentalmente, de la compra de títulos de deuda a largo plazo, la más alta desde 2000 (en contraste con la desinversión observada en 2003). Por el contrario, las adquisiciones netas de deuda pública por parte de las instituciones de crédito fueron negativas por un importe de 18 mm de euros.

### 1.3 LA INVERSIÓN Y LA FINANCIACIÓN EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

El incremento en el saldo deudor de la nación fue el resultado de una reducción en las operaciones financieras de activo y un aumento en las de pasivo (véase cuadro 5.3). Las instituciones financieras y, en menor medida, las AAPP fueron los sectores a través de los cuales se canalizaron las entradas de fondos, que se materializaron principalmente en compras de valores de renta fija. De este modo, la financiación del déficit siguió el patrón propio de una economía donde bancos, cajas y cooperativas desempeñan un papel central en la intermediación financiera. Así, las entidades de depósito hubieron de apelar al ahorro exterior para cubrir el desfase entre la demanda de crédito de hogares y sociedades y la evolución de sus pasivos tradicionales. Dicha apelación fue tanto directa, vía emisión de empréstitos, como indirecta, a través de la titulización realizada por fondos pertenecientes a los principales grupos bancarios y la posterior venta por parte de estos de los valores titulizados a los no residentes.

La adquisición neta de activos exteriores se redujo casi un punto porcentual, hasta el 12,7% del PIB. Esta disminución fue resultado, fundamentalmente, de la importante contracción en la compra de valores distintos de acciones, que pasaron a registrar el volumen más reducido desde 1997. Por el contrario, los flujos materializados en efectivo y depósitos y en acciones y participaciones aumentaron, respectivamente, en tres y un puntos porcentuales, y se situaron en el 3,8% y el 5,8% del PIB. De acuerdo con la información provisional de la Balanza de Pagos, la inversión directa en el exterior aumentó un 63% en 2004 en relación con 2003. En esta evolución influyeron dos operaciones puntuales de gran tamaño. Por su parte, la inversión en cartera mostró un descenso del 62%, que refleja, sobre todo, las menores compras de deuda extranjera por parte de los residentes.

Las operaciones de pasivo con el resto del mundo se situaron en el 16,9% del PIB, frente al 15,7% de 2003. De nuevo, fueron las instituciones financieras las que captaron el grueso de estos fondos, aunque la composición por subsectores e instrumentos fue diferente de la de los ejercicios anteriores. Así, se produjo una notable reducción de los flujos materializados en depósitos y créditos. Esto, no obstante, responde a la menor actividad emisora de las filiales en el extranjero de las empresas financieras y no financieras españolas, que suelen utilizar esta vía para transmitir los recursos captados en los mercados internacionales a sus matrices. Por el contrario, la adquisición por parte de no residentes de los valores distintos de acciones tuvo un auge muy importante, especialmente en el caso de los emitidos por las entidades de depósito y por los fondos de titulización.

Según la información provisional de la Balanza de Pagos, la inversión directa de los no residentes en España representó, en 2004, casi la tercera parte de la realizada durante 2003. Descontadas las operaciones de las Empresas de Tenencia de Valores Extranjeros (ETVE)<sup>2</sup>, cuya actividad está menos relacionada con los flujos finales hacia nuestro país o desde nuestro país, el descenso fue algo menor, aunque igualmente importante. Este retroceso, que tuvo lugar por segundo año consecutivo, estuvo en línea, de acuerdo con la información preliminar disponible, con la evolución registrada en el conjunto del área del euro, pero contrasta con la recuperación que se ha observado en otras zonas como Estados Unidos, el Reino Unido, los países en desarrollo y los del centro y este de Europa. El desglose por países de origen de los fondos muestra una reducción bastante generalizada, de modo que la UE se mantiene como la principal región inversora en nuestro país.

Por el contrario, la inversión en cartera de los no residentes en España prácticamente triplicó los importes del ejercicio precedente. Pero es importante reiterar que este incremento responde en buena medida a la mayor relevancia que adquirieron los mercados domésticos de renta fija en la canalización de recursos hacia nuestro país. Así, parte de la adquisición de estos valores por los no residentes vino a reemplazar fondos que procedían de los mercados de deuda internacionales, pero que se canalizaban a través de créditos o depósitos constituidos por las filiales de empresas españolas en el exterior —que eran las que emitían en dichos mercados—. En la Balanza de Pagos los créditos y los depósitos se recogen en la rúbrica «Otras inversiones», que en 2004 se redujo de manera significativa.

## **2 Los mercados financieros españoles**

La evolución de los mercados financieros españoles en 2004 estuvo condicionada por un mayor dinamismo económico nacional e internacional, que favoreció el avance de los beneficios de las

---

2. Las ETVE han sido establecidas generalmente por grupos multinacionales no residentes para centralizar la tenencia de sus inversiones directas exteriores no solo en España sino, también, en terceros países. De este modo, una parte sustancial de las operaciones realizadas por estas empresas se refleja tanto en un incremento de los activos como de los pasivos por importes similares.

m€	2001	2002	2003	2004
Emisiones netas de residentes (a)	33.068,4	44.990,9	77.241,2	146.154,0
Renta fija	28.266,5	41.233,3	75.466,0	128.650,1
<i>Administración Central</i>	4.334,1	7.586,2	327,7	6.650,1
<i>AATT</i>	601,4	3.169,5	1.784,3	1.533,0
<i>Instituciones financieras monetarias</i>	13.008,8	13.656,6	42.410,9	60.855,7
<i>Otros intermediarios financieros</i>	9.899,9	19.098,3	31.892,6	59.591,0
<i>Sociedades no financieras</i>	422,3	-2.277,4	-949,6	20,3
Renta variable	4.801,9	3.757,5	1.775,2	17.503,9
<i>Instituciones financieras monetarias</i>	2.191,4	1.725,0	248,2	15.728,4
<i>Otros intermediarios financieros</i>	323,4	140,8	62,4	486,3
<i>Sociedades no financieras</i>	2.287,2	1.891,7	1.464,5	1.289,1
Ofertas públicas de venta	3.085,8	1.009,4	417,4	2.557,0
Privatizaciones	696,4	0,0	0,0	0,0
Resto	2.389,4	1.009,4	417,4	2.557,0
PRO MEMORIA:				
Emisiones netas de filiales en el extranjero	23.326,1	14.378,1	12.473,2	-29.344,5
Instituciones financieras	11.838,3	12.678,9	8.325,1	-26.632,8
Sociedades no financieras	11.487,8	1.699,2	4.148,1	-2.711,6

FUENTES: CNMV y Banco de España.

a. Incluye emisiones de residentes, tanto en moneda local como en divisas.

empresas españolas cotizadas, por el aumento del nivel y de la volatilidad de los precios del petróleo, por la disminución de las tensiones geopolíticas y por unas condiciones monetarias holgadas que continuaron favoreciendo la expansión del crédito. En este contexto, los mercados españoles experimentaron un crecimiento notable de la actividad, una reducción de las rentabilidades negociadas en los mercados de renta fija a largo plazo y, por segundo año consecutivo, ganancias en los índices bursátiles, que vinieron acompañadas de nuevos descensos de su volatilidad.

## 2.1 LOS MERCADOS PRIMARIOS

La emisión neta de valores de renta fija por parte de los sectores residentes experimentó, en 2004, un incremento notable (70% respecto a 2003), de modo que se situó en los 129 mm de euros, el importe más elevado registrado en un año, equivalente a una cuarta parte del incremento de la oferta de este tipo de instrumentos en el conjunto de la UEM (véase cuadro 5.4). En el caso de la renta variable, se produjo también un ascenso significativo, aunque se alcanzó un valor muy inferior (18 mm de euros) y estuvo influido por algunas operaciones puntuales de gran cuantía realizadas por entidades de depósito. Por su parte, los recursos captados mediante ofertas públicas de venta también mostraron un comportamiento mucho más dinámico que durante los años anteriores, como resultado de la admisión a cotización de tres nuevas sociedades no financieras de elevada capitalización. En los primeros meses de 2005, la actividad en los mercados primarios de deuda ha continuado mostrando un elevado dinamismo.

El análisis de las características de las emisiones de renta fija realizadas durante 2004 muestra que el peso de los valores a largo plazo aumentó en 6 pp en relación con el ejercicio anterior, hasta el 92%. Por otra parte, las referencias a tipo de interés variable siguieron ganando importancia y representaron un 26% del total, frente al 18% de 2003.

Por sectores, las instituciones financieras continuaron siendo los principales emisores de instrumentos de renta fija, con un importe de 120 mm de euros (el 94% del volumen total

colocado mediante este tipo de activos). La nueva oferta se distribuyó a partes iguales entre la realizada por las entidades de crédito y la correspondiente a los otros intermediarios financieros, que recogen fundamentalmente las operaciones de los fondos de titulización. A esta evolución expansiva contribuyeron, al igual que ocurrió el año anterior, las elevadas necesidades de financiación de las entidades de depósito derivadas de un crecimiento del crédito bancario, especialmente del de garantía hipotecaria, que continuó siendo muy superior al avance de los depósitos. No resulta extraño, por tanto, que cédulas y bonos de titulización hipotecarios expliquen aproximadamente la mitad del flujo neto de recursos obtenido en los mercados primarios de deuda (17,3 mm y 44,5 mm de euros, respectivamente).

Otro factor importante que impulsó la actividad en los mercados primarios nacionales fue la menor actividad emisora de las filiales extranjeras (principalmente, participaciones preferentes y obligaciones subordinadas) en favor de la realizada por la matriz o las filiales residentes, como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley 19/2003, que incentivó la emisión de este tipo de títulos en España. Como resultado, el flujo neto de fondos obtenido por las filiales en el exterior de las instituciones financieras fue negativo por primera en los últimos 15 años. Este hecho refleja la trascendencia que determinadas medidas pueden tener en el desarrollo de este segmento del sistema financiero español. En este sentido, cabe esperar que las recientemente adoptadas en este ámbito, en el marco del plan de dinamización de la economía y de impulso de la productividad, lo estimulen adicionalmente.

Las emisiones de renta variable de las instituciones financieras crecieron, asimismo, a un ritmo elevado, después de tres años de descensos. Esta evolución estuvo relacionada con varias operaciones de gran cuantía, realizadas para financiar adquisiciones de entidades nacionales y extranjeras.

Las AAPP también aumentaron notablemente el importe de sus emisiones netas en relación con 2003. Esta evolución expansiva de la oferta de títulos del sector fue atribuible al Estado, ya que las AATT redujeron moderadamente la captación de fondos. Por instrumentos, se produjo una amortización neta de 1,8 mm de euros en letras del Tesoro, mientras que el importe obtenido en operaciones con deuda a medio y largo plazo alcanzó los 9,8 mm de euros.

Por su parte, las emisiones netas de deuda de las empresas no financieras volvieron a cifras positivas tras dos años de registros negativos, si bien el volumen fue muy reducido (20 millones de euros). El flujo neto correspondiente a las filiales en el extranjero, al igual que en el caso de las instituciones financieras, experimentó una marcada contracción, de modo que alcanzó una cifra negativa. Si se suman ambos segmentos, se obtiene un importe que fue, asimismo, negativo, en contraste con los elevados registros de ejercicios precedentes. Por lo que se refiere a las ampliaciones de capital, su volumen fue moderado, de modo que prosiguió el perfil descendente de los ejercicios anteriores, a pesar de la recuperación de los precios negociados.

## 2.2 LA ACTIVIDAD EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

En los mercados secundarios, en línea con el comportamiento de los primarios, el volumen de negociación creció en relación con el ejercicio precedente en la mayoría de los segmentos. Entre ellos se incluye también el de derivados, donde se detuvo el perfil descendente que su actividad había mostrado durante los últimos cuatro años (véase cuadro 5.5.). En todo caso, el aumento más destacable se produjo en el mercado de renta fija de la AIAF, con un avance de la contratación de casi el 50%, en especial en bonos de titulización hipotecaria. Este dinamismo se ha mantenido en los primeros meses de 2005.

m€	2001	2002	2003	2004
Mercado de deuda pública en anotaciones (a)	16.237.439	18.805.433	21.290.331	22.833.682
Contado (b)	2.041.091	2.310.943	2.246.882	2.136.698
Repo y simultáneas	14.173.002	16.475.994	18.979.902	20.584.242
Plazo (b)	23.346	18.496	63.547	112.743
Mercado AIAF de renta fija (b)	141.510	264.974	380.197	566.580
Pagarés	97.801	204.883	261.526	286.468
Bonos, cédulas y obligaciones	41.488	56.289	115.269	276.019
Bonos matador	2.220	3.802	3.403	4.093
Mercado bursátil de renta fija (b)	56.049	69.820	74.346	82.790
Deuda Estado	50	40	55	44
Deuda AATT	55.105	69.171	73.260	82.269
Resto	894	609	1.031	478
Mercado bursátil de renta variable	445.380	445.071	499.745	643.542
Mercados MEFF de derivados (c)	499.951	356.413	292.539	393.666
Renta fija	29.050	5.473	138	5
Renta variable	470.901	350.939	292.401	393.661
Ibex 35	435.384	320.051	268.879	371.494
Opciones sobre acciones	35.517	20.668	12.714	12.014
Futuros sobre acciones	—	10.220	10.808	10.153

FUENTES: AIAF, bolsas españolas, CNMV, Federación Europea de Bolsas y Banco de España.

a. Solo incluye operaciones con valores del Estado.

b. Volúmenes nominales.

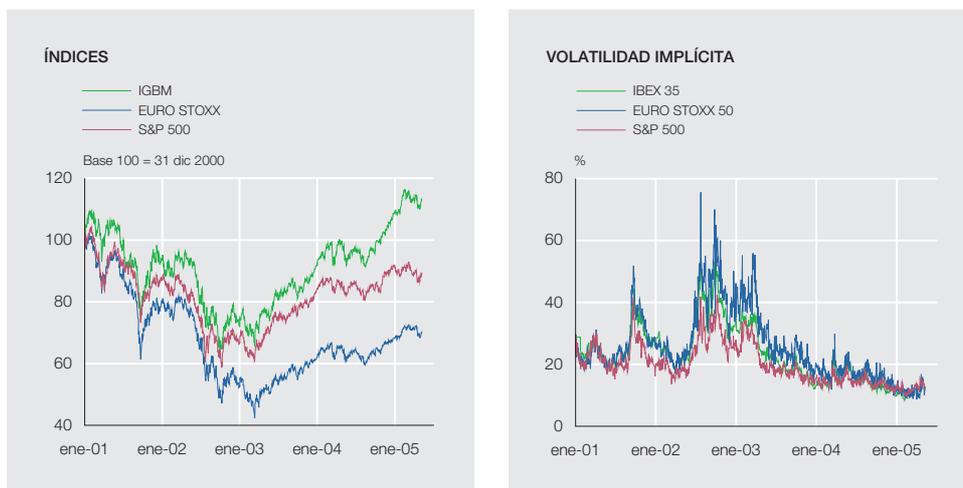
c. Los volúmenes están expresados en unidades monetarias y se han obtenido multiplicando el número de contratos negociados por su valor.

En el mercado bursátil de renta fija, donde se negocian principalmente valores emitidos por las AATT, y en el de la deuda pública anotada, el avance del volumen de transacciones fue, en cambio, más moderado. Por segmentos, la actividad en este último mercado tuvo un comportamiento heterogéneo. Así, el volumen de repos y simultáneas (que absorben más del 90% del total) aumentó un 8%, mientras que el importe de las operaciones de contado descendió casi el 5%.

La recuperación de las cotizaciones bursátiles contribuyó a sostener la negociación de acciones en las bolsas, que aumentó un 29% en relación con 2003. Por sectores, los avances más acusados fueron los de los valores de la rama de comunicaciones (41%) y los emitidos por los bancos (35%). Por tipo de operativa, hay que destacar el menor dinamismo de las ofertas públicas de adquisición en las bolsas españolas en 2004 (2 mm de euros, frente a los 7,9 mm de 2003).

En los mercados de derivados, el volumen de negociación aumentó un 36% respecto a 2003. Esta evolución favorable resultó del mayor dinamismo de los principales productos, los futuros y opciones sobre el Ibex 35, ya que los importes de la operativa de los instrumentos sobre acciones se mantuvieron en torno a los mismos niveles del ejercicio anterior. A este comportamiento expansivo de la actividad han contribuido los esfuerzos de MEFF por atraer inversores internacionales, que se han manifestado, por ejemplo, en la incorporación de nuevos miembros liquidadores y negociadores no residentes.

En el ámbito institucional, cabe señalar las mejoras en los sistemas de comunicación implantadas por Iberclear, el depositario central de valores español, en su primer año completo de funcionamiento tras la fusión del SCLV y CADE en 2003. Así, durante 2004 se ha desarrollado un proyecto (Sistema Único de Case) por el que, desde finales de octubre, las entidades par-



FUENTES: Bolsa de Madrid, Bloomberg y Banco de España.

tipicantes pueden enviar y recibir información utilizando como canales de conexión los medios más eficientes ofrecidos por SwiftNet.

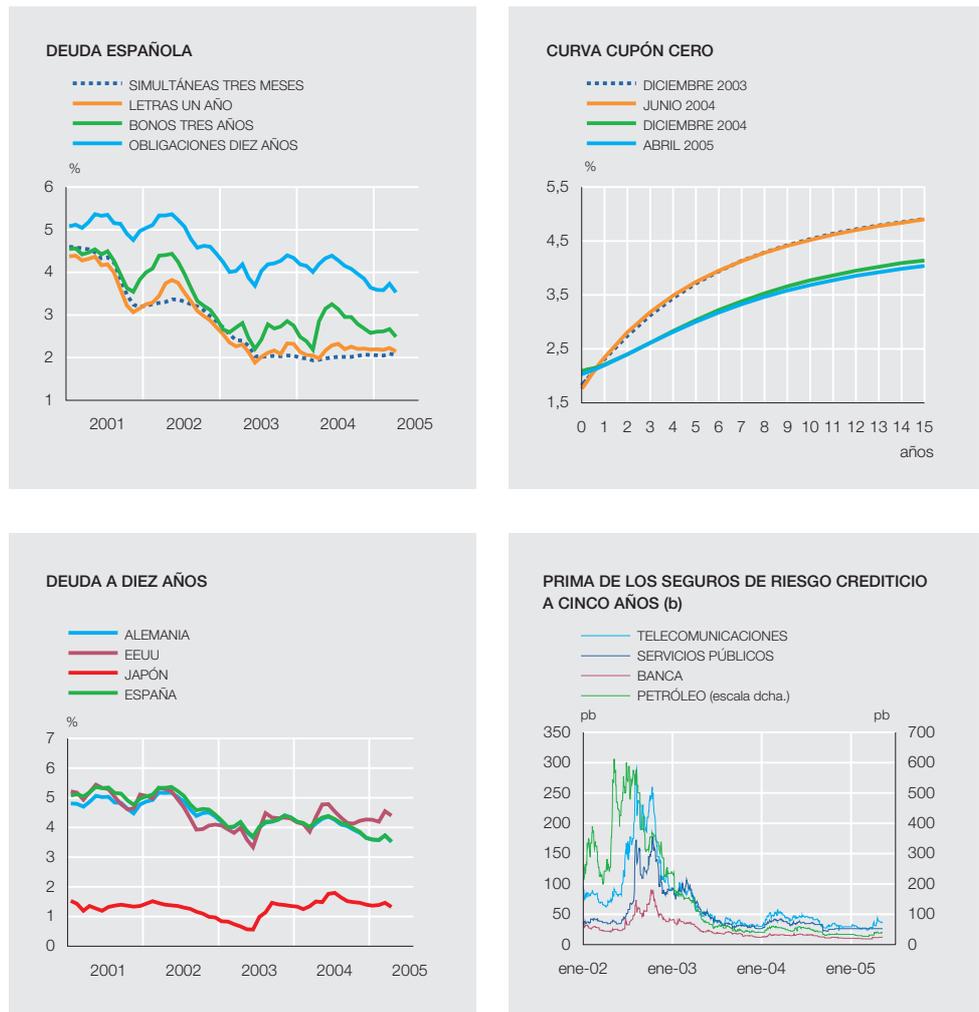
2.3 LOS PRECIOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS

En las bolsas españolas, las cotizaciones evolucionaron durante los ocho primeros meses sin una tendencia definida, dentro de un rango de fluctuación relativamente estrecho. Tras este período, se inició una etapa en la que los índices bursátiles mostraron una trayectoria claramente ascendente, que les llevó a acumular ganancias positivas por segundo año consecutivo (véase gráfico 5.4). Así, el Ibex 35 se revalorizó un 17,4%, cifra muy similar a la variación del Índice General de la Bolsa de Madrid (18,7%), y superior a la variación experimentada por el EURO STOXX amplio de los mercados del área del euro (9,9%) y el S&P 500 de los de EEUU (10,9%). Esta evolución estuvo acompañada, además, de un descenso de las volatilidades implícitas, que alcanzaron a finales de año niveles históricamente reducidos. Los atentados terroristas en Madrid el 11 de marzo tuvieron un impacto transitorio desfavorable sobre el nivel de precios y su volatilidad, que reversionó rápidamente.

Los principales factores que contribuyeron al ascenso del valor de las acciones durante los últimos meses del año fueron la favorable evolución de los beneficios empresariales, que aumentaron en un 20% en relación con 2003 para el conjunto de empresas cotizadas, por encima de las expectativas de los analistas; el contexto de reducidos tipos de interés a largo plazo; y las menores tensiones en el mercado del petróleo, cuyo precio descendió, tras la marcada trayectoria creciente de los tres primeros trimestres del ejercicio, y antes de volver a repuntar a comienzos del presente año.

El aumento de las cotizaciones fue bastante generalizado, aunque se observaron algunos comportamientos diferenciales por sectores. Concretamente, los mayores avances se produjeron en las ramas de bienes y servicios de consumo, en sintonía con el dinamismo de este componente de la demanda, con una revalorización del 34,7% y del 34,3%, respectivamente. Fueron igualmente elevadas las ganancias del índice de materiales básicos, industria y construcción (28,7%) y del de petróleo y energía (20,1%). Por el contrario, los servicios financieros e inmobiliarios mostraron un avance mucho más moderado (8,9%).

En el mercado español de deuda pública, al igual que en el resto de plazas europeas, los tipos de interés negociados a medio y largo plazo, tras mantenerse relativamente estables en el



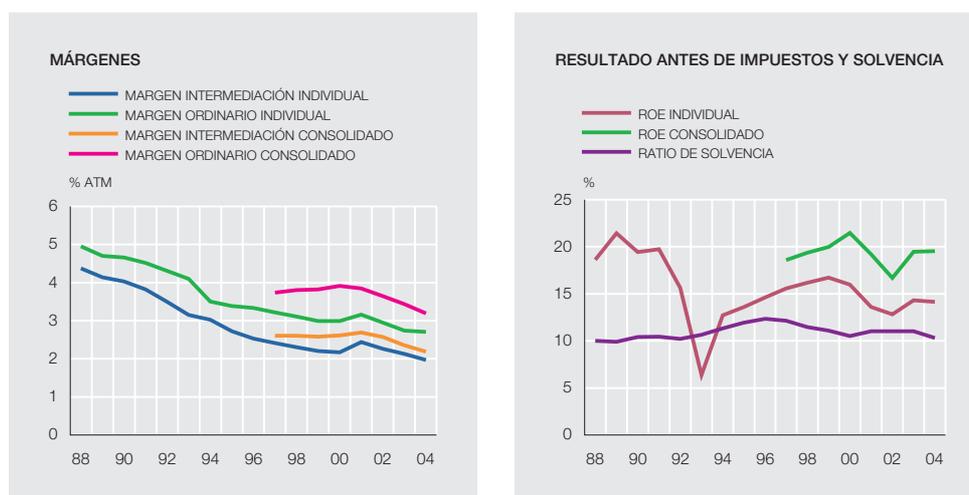
FUENTES: Credit Trade y Banco de España.

a. Medias mensuales.

b. Primas medias ponderadas por activos. El día 22.6.2003 entró en vigor un cambio en las condiciones del contrato de las empresas europeas. El nuevo contrato lleva asociadas unas primas menores (en torno al 10%).

primer semestre del año, mostraron una trayectoria descendente durante la segunda mitad, hasta alcanzar registros mínimos históricos (véase gráfico 5.5). De este modo, a finales del ejercicio, la rentabilidad de los bonos a diez años se situaba en el 3,6%, lo que representa una reducción cercana a los 80 pb en relación con los correspondientes niveles de 2003. Por su parte, el diferencial con el bono alemán al mismo plazo se mantuvo en torno a los reducidos valores observados durante el año precedente, de 2 pb o 3 pb. A este respecto, debe tenerse en cuenta que en diciembre Standard & Poor's otorgó a la deuda soberana española la calificación máxima, como habían hecho anteriormente el resto de las principales agencias internacionales. Los tipos de interés a corto plazo, en línea con el mantenimiento de los tipos de intervención del BCE, mostraron escasas variaciones, por lo que la curva de rentabilidades redujo su pendiente en el tramo final del ejercicio.

Por último, las primas de los seguros de riesgo crediticio de las sociedades españolas negociadas en los mercados de derivados aumentaron moderadamente durante los primeros meses de 2004, movimiento que se corrigió a lo largo del segundo semestre. De este modo, al



FUENTE: Banco de España.

cierre del ejercicio estas se situaban en torno a los reducidos niveles de finales 2003 (véase gráfico 5.5). Este comportamiento, junto con la evolución de los tipos de interés a largo plazo comentada anteriormente, determinó una nueva caída en el coste de la financiación vía bonos por parte de las empresas.

Durante los dos primeros meses de 2005 las cotizaciones bursátiles continuaron con la trayectoria ascendente iniciada en septiembre de 2004, tendencia que se detuvo más tarde, coincidiendo con nuevos episodios de tensionamiento de los precios del petróleo. De este modo, a mediados de mayo el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba ligeramente por encima de los niveles de cierre del ejercicio anterior. En el mercado de deuda pública, las rentabilidades a largo plazo negociadas continuaron descendiendo durante el mismo período.

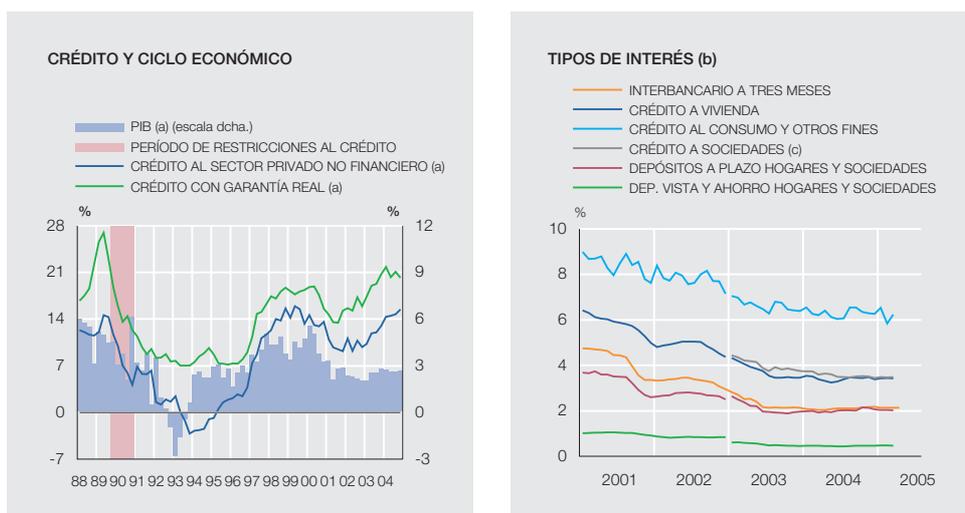
### 3 Los intermediarios financieros españoles

El año 2004 volvió a ser un período de elevada actividad para los intermediarios financieros españoles. El volumen total de adquisiciones de activos y de pasivos de las instituciones financieras supuso un 85% del PIB y mostró un crecimiento del 26% con respecto del ejercicio anterior. Al igual que en 2003, aumentaron mucho las operaciones entre las propias entidades (83%), reflejando la creciente complejidad del sistema financiero, pero también aquellas con hogares y sociedades (39%), en el marco de las elevadas necesidades de financiación de este sector. El peso relativo de los inversores institucionales en la captación de fondos, que un año antes había alcanzado un valor próximo al 50%, se redujo hasta situarse en el entorno del 30%.

#### 3.1 LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO

Tras una breve desaceleración en torno a 2001-2002, las entidades de depósito españolas volvieron a recuperar en los dos últimos años los niveles de rentabilidad relativamente elevados que se venían registrando durante el período transcurrido desde la crisis de 1993 (véase gráfico 5.6). Detrás de esta ya larga etapa de comportamiento favorable se encuentra la capacidad del sector para compensar el continuo estrechamiento de márgenes con el aprovechamiento de las oportunidades de incremento del negocio aparecidas en los últimos años a nivel nacional e internacional. Entre ellas, no obstante, hay que destacar las asociadas al comportamiento de la demanda de crédito por parte del sector privado residente<sup>3</sup>.

3. Es decir, incluyendo tanto aquel que permanece en el balance de las entidades, como el concedido y dado de baja como consecuencia de su titulación.



FUENTES: BCE y Banco de España.

a. Tasas interanuales en términos reales.

b. Para los tipos bancarios, en enero de 2003, se produce una discontinuidad en las series por cambios en los requerimientos estadísticos de recopilación de los datos.

c. 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.

Los préstamos a empresas y familias volvieron a incrementar su ritmo de expansión interanual hasta niveles del 19%, lo que supone una tasa de variación real (deflactada con el IPC) solo algo inferior a los máximos alcanzados a finales de los ochenta (véase gráfico 5.7). A pesar de la recuperación de las otras modalidades de préstamo, se acentuó la concentración del riesgo en el balance de las entidades en aquellas con garantía hipotecaria (75% del aumento del saldo total) y con tipo de interés variable (90% del aumento del saldo total), al tiempo que el crédito en su conjunto volvió a ganar peso dentro del activo del sector (véase cuadro 5.6).

El crecimiento de la financiación concedida a los hogares y sociedades no financieras en los últimos años ha estado impulsado principalmente por la expansión continuada de la demanda que se inició a mediados de la pasada década y se vio acentuada tras la incorporación de España a la UEM. No obstante, hay que señalar que se han producido también desarrollos relevantes por el lado de la oferta, asociados a la creciente competencia entre las entidades y sus ganancias en eficiencia. En este sentido, en 2004, la estabilización de los tipos de interés de mercado se tradujo también en una menor variación en aquellos aplicados por los bancos en sus operaciones nuevas (véase gráfico 5.7). No obstante, los márgenes de activo, calculados respecto al interbancario a doce meses, siguieron reduciéndose en la mayoría de los casos, si bien de forma más clara en los préstamos a sociedades (entre 10 pb y 16 pb) que en los destinados a hogares para adquisición de viviendas (4 pb) y para consumo y otros fines (8 pb).

Asimismo, los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios indicaron, paradójicamente, un cierto endurecimiento de los criterios de aprobación y de las condiciones de concesión de financiación para adquisición de vivienda. Dicho endurecimiento, no obstante, habría sido menor que en el ejercicio anterior y, en todo caso, insuficiente para contener el crecimiento de este tipo de crédito. En el caso de los préstamos al consumo y, sobre todo, a sociedades, los criterios de aprobación tendieron a relajarse, mientras que la evolución de las condiciones de

ENTIDADES DE DEPÓSITO (a).  
ESTRUCTURA DE BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS

CUADRO 5.6

% sobre balance medio

	TOTAL		BANCOS		CAJAS	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004
<b>ACTIVO</b>						
Caja y bancos centrales (b)	1,3	1,3	1,2	1,1	1,5	1,5
Activos del mercado interbancario (c)	14,5	14,0	18,7	18,3	9,3	8,7
Crédito	56,9	58,0	49,7	49,7	65,7	68,3
AAPP	2,3	2,2	2,4	2,4	2,2	2,0
Otros sectores residentes	52,0	53,4	43,7	44,1	62,1	64,9
No residentes	2,6	2,4	3,5	3,2	1,4	1,4
Cartera de valores	20,6	20,5	23,2	24,1	18,0	16,4
De la cual:						
Deuda del Estado	7,7	6,4	7,4	5,8	8,5	7,4
Renta variable	6,2	6,3	7,5	7,7	4,8	4,7
Resto activo (d)	6,7	6,3	7,3	6,9	5,5	5,2
<b>PASIVO</b>						
Banco de España	1,5	1,6	2,2	2,4	0,6	0,6
Pasivos del mercado interbancario (e)	17,8	17,2	24,2	24,0	9,7	8,6
Recursos de clientes	61,7	61,4	51,7	50,2	74,3	75,9
Cesión de activos a clientes	6,8	6,0	6,8	6,0	7,3	6,5
Acreedores: AAPP	3,1	2,9	3,4	3,0	2,7	2,8
Acreedores: otros sectores residentes	38,6	38,2	25,5	24,1	54,2	55,2
Acreedores: no residentes	8,3	6,8	10,9	8,4	5,1	5,0
Empréstitos	4,9	7,4	5,1	8,7	5,0	6,3
Recursos propios, fondos especiales y financiación subordinada	12,8	12,5	13,7	13,4	11,4	11,2
De la cual:						
Financiación subordinada	3,3	3,3	3,7	3,5	3,2	3,2
Resto pasivo (f)	6,3	7,3	8,2	10,1	4,0	3,8
<b>CUENTA DE RESULTADOS</b>						
(+) Productos financieros	4,0	3,69	3,98	3,69	4,07	3,68
De los cuales:						
Dividendos	0,38	0,42	0,51	0,53	0,23	0,29
(-) Costes financieros	1,90	1,73	2,06	1,93	1,71	1,48
Margen de intermediación	2,13	1,97	1,91	1,75	2,36	2,21
(+) Comisiones	0,64	0,63	0,68	0,66	0,58	0,58
(+) Resultado operaciones financieras	-0,03	0,11	-0,10	0,15	0,07	0,06
Margen ordinario	2,74	2,70	2,49	2,56	3,01	2,85
(-) Gastos de explotación	1,61	1,48	1,41	1,28	1,84	1,71
Margen de explotación	1,13	1,22	1,08	1,28	1,17	1,14
(-) Saneamientos y dotaciones	0,41	0,37	0,41	0,40	0,39	0,31
(+) Otros resultados	0,14	-0,04	0,19	-0,06	0,07	-0,03
(-) Impuestos	0,17	0,12	0,18	0,13	0,15	0,11
Resultado después de impuestos	0,69	0,70	0,68	0,70	0,70	0,69
<b>PRO MEMORIA:</b>						
Resultado después de impuestos (millones de euros)	9.507	10.839	5.302	6.184	3.767	4.152
% sobre recursos propios	11,5	12,0	11,4	12,1	12,1	12,2
Total balance medio (millones de euros)	1.372.909	1.555.214	782.913	889.441	537.127	606.018
Tasa de crecimiento interanual (%)	10,1	13,3	9,6	13,6	10,7	12,8

FUENTE: Banco de España.

a. Bancos, cajas de ahorros y cooperativas. Los datos son cifras de negocio total, que incluyen las sucursales de bancos en el extranjero, pero no las filiales, y se refieren al conjunto de entidades existentes en cada período.

b. Excepto adquisiciones temporales al BE.

c. ECA (cuentas a plazo, adquisiciones temporales y préstamos de valores) y adquisiciones temporales al BE.

d. Inmovilizado, cuentas diversas y otros activos con ECA.

e. ECA (cuentas a plazo, cesiones temporales y acreedores por descubiertos en cesiones).

f. Cuentas diversas y otros pasivos con ECA.

concesión fue más variable. De acuerdo con las respuestas de las entidades, este comportamiento más favorable de la oferta de este tipo de préstamos en comparación con los destinados a la vivienda respondió, en parte, a su percepción de mejoras en la situación económica, pero también a una mayor competencia entre ellas, en busca de alternativas al mercado hipotecario.

En este contexto de tipos de interés reducidos y dinamismo económico, la calidad de la cartera de créditos continuó mejorando, con un descenso de los activos dudosos con respecto al año anterior —debido sobre todo al comportamiento de los activos frente a no residentes— y ratios de morosidad situadas en niveles mínimos históricos, del 0,72% en el caso del crédito total al sector privado residente, y del 0,33% en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda.

Por el lado del pasivo, se siguió observando una intensa competencia de otras instituciones financieras (seguros y fondos de inversión y de pensiones) en la captación del ahorro de los hogares y las sociedades no financieras españolas. No obstante, el estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés de mercado y los ofrecidos por las entidades permitió a estas seguir captando un volumen significativo de recursos. Así, en 2004 los depósitos de residentes no financieros se incrementaron un 9%, con tasas de aumento similares de los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo. Los tipos de interés medios aplicados en las operaciones nuevas permanecieron estables en el caso de los primeros y aumentaron en unos 10 pb en los depósitos a plazo y las cesiones temporales a la clientela.

En cualquier caso, durante los últimos años, el crecimiento de los pasivos tradicionales con el sector privado no financiero residente ha resultado claramente insuficiente para financiar la expansión del activo. Esto ha obligado a las entidades a recurrir de manera mucho más activa a la financiación en mercados (bien sean interbancarios o de valores), alterando la estructura tradicional de su balance (véase recuadro 5.1). En 2004, tanto la emisión de empréstitos como la titulización de activos volvieron a registrar incrementos elevados, hasta el punto de llegar a suponer, en diciembre, un 22,5% del volumen total de crédito concedido (casi 6 pp más que un año antes). Estas cifras, por otro lado, no incorporan las emisiones realizadas a través de filiales residentes y no residentes. Por su parte, la posición conjunta (no colateralizada) de las entidades en el mercado interbancario aumentó su saldo neto deudor en 31,4 mm de euros, si bien un 80% de esa cantidad se explica por el comportamiento de la banca extranjera.

Los desarrollos anteriores tuvieron un impacto notorio sobre el margen de intermediación, que, en 2004 y en términos del activo total, volvió a reducirse (véase cuadro 5.6), como consecuencia no solo del estrechamiento mencionado en los diferenciales de activo y de pasivo de las operaciones nuevas sino, sobre todo, del efecto retardado de los descensos de tipos de interés en años anteriores. Por el contrario, las comisiones crecieron un 12%, en línea con el aumento del activo. Un 40% de ese incremento se debe a las percibidas por la comercialización de productos financieros, favorecidas por el buen comportamiento de los mercados en 2003 y 2004. El resto crece, en general, menos que el volumen de activos, pero más que el margen de intermediación, explicando así el aumento de su peso dentro de los ingresos de las entidades.

Por su parte, se mantuvo la contención de los gastos de explotación, que siguieron creciendo por debajo del volumen de activo, aunque persisten las divergencias de comportamiento entre los bancos comerciales, por un lado, y las cajas de ahorros, por otro. Así, dichos gastos crecieron menos en los primeros, lo que se reflejó en una mejora más clara

En los últimos nueve años, la inversión crediticia de las entidades de depósito españolas se ha triplicado, al tiempo que los depósitos de la clientela residente se han duplicado. Esto ha generado una brecha acumulada en ese período de 330 mm de euros (un 41% del PIB de 2004)<sup>1</sup>, cuya financiación ha alterado la estructura tradicional del balance de las entidades bancarias españolas. Los gráficos ilustran este hecho a partir de la evolución de los balances simplificados<sup>2</sup> de los bancos comerciales (gráfico 1) y de las cajas de ahorros y las cooperativas (gráfico 2), en diciembre de 1995 y diciembre de 2004.

Ante esta situación las entidades han reducido sus posiciones de tesorería neta y aumentado la emisión de títulos en los mercados. Así, los bancos comerciales han incrementado su posición deudora neta en el interbancario. No obstante, esta evolución encierra comportamientos diferentes de la banca nacional y la extranjera. En la primera, el endeudamiento neto interbancario es menor y, después de unos años de crecimiento (entre 1995 y 2000), ha permanecido relativamente estable. Así pues, el incremento observado en los últimos dos años en dicho endeudamiento se debe casi exclusivamente a la banca extranjera, que ha aumentado considerablemente el ritmo de crecimiento de su balance y, consiguientemente, sus necesidades de financiación. Por su parte, las cajas de ahorros y las cooperativas, que partían de una situación de liquidez muy holgada en 1995, han podido compensar, como puede verse en el gráfico 2, parte del me-

nor crecimiento de los depósitos de la clientela en relación con los créditos, con una reducción de los fondos captados destinados a posiciones de liquidez (interbancario y títulos de renta fija pública y de entidades de crédito).

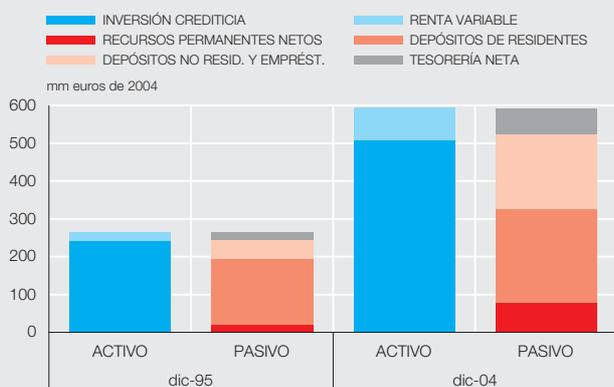
Con todo, el recurso a los mercados de valores ha sido la fuente principal de financiación alternativa para las entidades, cubriendo un 74% de la brecha total acumulada (un 79% si incluimos las titulizaciones), de modo que su peso en el balance tanto de los bancos comerciales como de las cajas de ahorros —y, en menor medida, de las cooperativas— ha crecido sustancialmente.

Los cambios registrados en la estructura de financiación de las entidades tienen, potencialmente al menos, implicaciones en cuanto a los riesgos y márgenes que afrontan. Así, por ejemplo, la mayor dependencia del mercado interbancario supone, en principio, un mayor riesgo de liquidez (dado el plazo generalmente muy corto de las operaciones en dicho mercado). En cualquier caso, solo la banca extranjera y un grupo reducido de entidades grandes mantienen posiciones deudoras netas significativas en el interbancario.

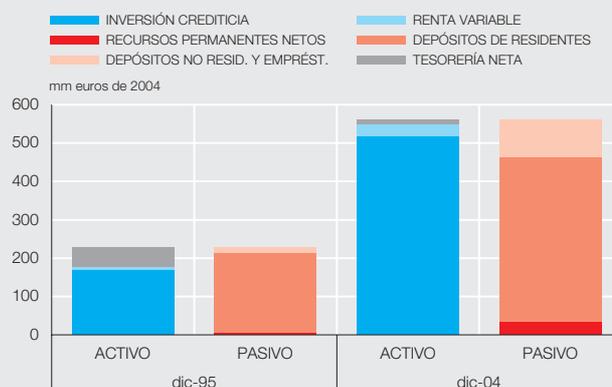
Por otra parte, tanto los préstamos interbancarios como el recurso a la financiación en mercados de valores tienen un coste medio superior al de los depósitos tradicionales, por lo que su mayor utilización supone un factor adicional de estrechamiento de márgenes. Así, si la estructura del pasivo en 2004 hubiera sido la misma que en diciembre de 1995, el coste medio total habría sido 13 puntos básicos más bajo que el observado, en el caso de los bancos comerciales, y 6 puntos básicos, en el de las cajas y las cooperativas. En este último caso, no obstante, el efecto real sería mayor, ya que es preciso tener en cuenta también los menores ingresos derivados de la reducción de los activos de tesorería. En cualquier caso, estos efectos son moderados (en torno al 10% del margen de intermediación total del conjunto de las entidades de depósito españolas), dado el reducido nivel de los tipos de interés actuales.

1. La brecha ascendería a 400 mm si se incluyera el crédito dado de baja en balance como consecuencia de su titulización. 2. Los balances presentados se han construido como suma de los activos rentables netos de operaciones interbancarias y de adquisiciones y cesiones temporales. Los activos no rentables (inmovilizado, coeficientes obligatorios y otras cuentas de activo) se han restado en el pasivo a los recursos permanentes sin coste explícito (recursos propios, fondos especiales y otras cuentas de pasivo). Los depósitos de no residentes se agrupan junto con los empréstitos y financiaciones subordinadas debido a que su evolución reciente ha estado condicionada por la canalización a través de los mismos de los fondos captados por las entidades vía emisiones de títulos en mercados internacionales.

1. BALANCE AJUSTADO. BANCOS COMERCIALES



2. BALANCE AJUSTADO. CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS



FUENTE: Banco de España.

m€	2000	2001	2002	2003	2004	2004 Saldos (a)
Total (b)	2.258	15.980	18.632	27.065	22.602	389.721
Fondos de pensiones						
Aportaciones netas (c)	6.454	6.738	6.422	4.823	4.630	62.882
Seguros de vida						
Primas netas de siniestralidad (d)	11.212	9.435	10.936	2.829	2.983	107.534
Fondos de inversión mobiliaria						
Suscripciones netas	-15.408	-194	1.274	19.413	14.989	219.306
FIAMM	-10.156	9.798	8.327	3.830	-744	57.989
FIM (e)	-5.251	-9.991	-7.053	15.583	15.733	161.317
PRO MEMORIA:						
Entidades de depósito: variación de acreedores						
Sector privado no financiero	51.869	53.622	32.845	27.537	44.067	573.725

FUENTES: CNMV, INVERCO, Dirección General de Seguros, ICEA y Banco de España.

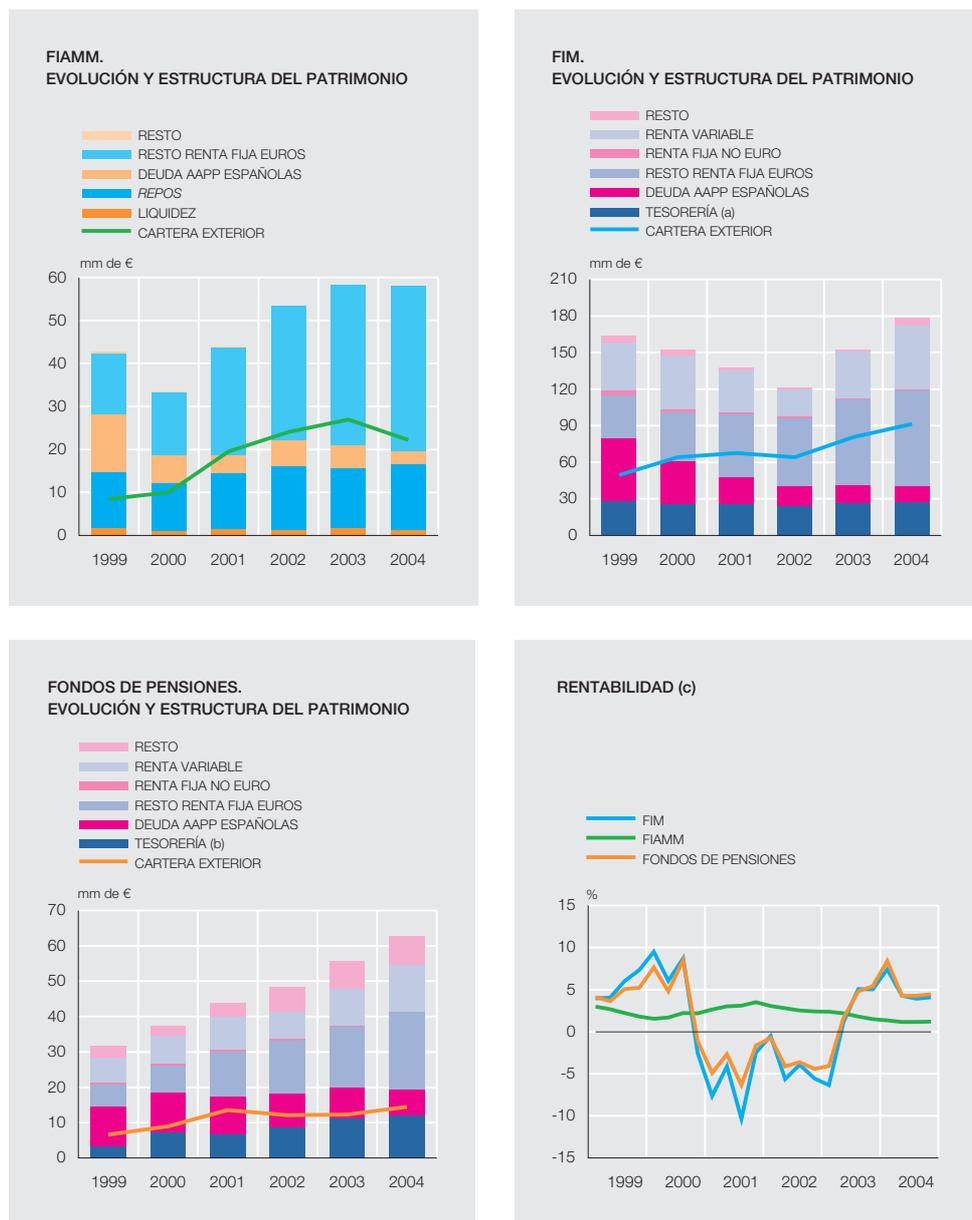
- Saldos a diciembre. Patrimonio en el caso de los fondos, y provisiones matemáticas en el caso de los seguros.
- Suma de aportaciones, primas y suscripciones netas.
- Estimación propia basada en la variación del patrimonio y la rentabilidad anual de los fondos.
- El dato de 2004 es provisional (basado en estimaciones de ICEA y manteniendo la relación entre primas y siniestralidad del año anterior).
- Los datos de 2003 y 2004 son una estimación que corrige la doble contabilización de la suscripción de los fondos de fondos.

de su ratio de eficiencia (gastos de explotación sobre margen ordinario), alcanzándose una brecha de 10 puntos porcentuales a su favor (50%, frente a 60%). Recuperar esa diferencia exigirá a las cajas rentabilizar el número importante de nuevas oficinas creadas en los últimos años.

En conjunto, el resultado neto individual creció un 14%, lo que, unido al buen comportamiento del negocio en Latinoamérica en 2004, se tradujo en un 18% de aumento del beneficio consolidado atribuido al grupo. Este saldo positivo se vio acompañado de un descenso en el coeficiente de solvencia (del 11% al 10,3%<sup>4</sup>). En todo caso, la ratio de solvencia está todavía más de dos puntos porcentuales por encima del mínimo requerido. Además, gracias al funcionamiento de la provisión estadística durante estos últimos años, el volumen de provisiones para insolvencias se sitúa más de tres veces por encima de los activos dudosos, a nivel individual, y en torno a 2,5 veces, a nivel consolidado.

Cabe decir, pues, que las entidades de depósito españolas gozan actualmente de una posición financiera sólida, que les permite seguir atendiendo las necesidades de financiación derivadas de la actividad económica con unos costes de intermediación decrecientes, y poder afrontar eventuales desarrollos adversos. Esta fortaleza les ha permitido, además, reanudar en 2004 el proceso de expansión internacional iniciado en la segunda mitad de los noventa como vía para diversificar ingresos y mejorar su eficiencia. No obstante, la situación actual se explica en una parte importante por la evolución excepcionalmente favorable de la economía española en los últimos años, por lo que se ve también afectada por los elementos de riesgo que se señalan en el capítulo 1 de este Informe, en particular los asociados al nivel alcanzado por el endeudamiento de los hogares y a la evolución de los precios en el mercado de la vivienda.

4. Del 12,6% al 11,7% según las normas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.



FUENTES: CNMV, Banco de España e INVERCO.

- a. Incluye *repos*.
- b. Incluye *repos* y activos del mercado monetario.
- c. Rentabilidad acumulada en los últimos doce meses.

3.2 LOS INVERSORES INSTITUCIONALES

Una vez corregido el efecto de doble contabilización derivado de los fondos que invierten a su vez en otras instituciones de inversión colectiva nacionales, los recursos netos captados por los distintos inversores institucionales (fondos de inversión mobiliaria, empresas de seguros y fondos de pensiones) se mantuvieron en cifras similares a las del año anterior, excepto en el caso de los FIAMM, que registraron suscripciones netas negativas (véase cuadro 5.7). Resultado de ello, el volumen total descendió moderadamente, hasta unos 22,6 mm de euros<sup>5</sup>.

5. Las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria, no incluidos en el cuadro, siguen suponiendo un porcentaje relativamente residual (1,5%) en el conjunto de los intermediarios no bancarios. No obstante, se están viendo favorecidos por los rendimientos continuamente elevados de los activos reales en los últimos años, que resultaron en un incremento de su patrimonio del 53% en 2004.

La legislación española vigente establece cinco tipos de comisiones que los fondos de inversión pueden aplicar a los partícipes. Estas comisiones se denominan: gestión sobre patrimonio, gestión sobre resultados, de depósito, de suscripción y de reembolso. Asimismo, la norma establece unos límites máximos aplicables en cada caso distinguiendo entre FIAMM y FIM y, adicionalmente, en el caso de las comisiones de gestión, diferenciando cuándo se aplican de forma individual y cuándo conjunta.

En este recuadro se realiza una evaluación de las comisiones de gestión sobre patrimonio y de depósito que aplican las gestoras a los fondos de inversión españoles. Se excluyen del análisis el resto de comisiones por ser menos relevantes<sup>1</sup>. Los fondos de inversión se agrupan en las siguientes cuatro categorías: FIAMM, FIM de renta fija, FIM de renta variable y FIM garantizados<sup>2</sup>.

**1.** Las comisiones de gestión vinculadas a los resultados son muy poco habituales y cuando aparecen lo hacen de forma conjunta con las que se calculan en función del patrimonio. Asimismo, las de suscripción y reembolso están muy poco extendidas en la mayoría de categorías. Además, las gestoras limitan el tiempo de aplicación de este tipo de comisiones en función de los plazos de comercialización, del vencimiento de los plazos de garantía (en el caso de los fondos garantizados) o de los volúmenes suscritos, de manera que su materialización dista de ser generalizada. **2.** En términos del total del patrimonio gestionado, dichas categorías representaban, en octubre de 2004, el 26%, 30%, 13% y 23%, respectivamente. El 8% restante correspondía a los FIM globales, que, por sus especiales características, se excluyen del análisis.

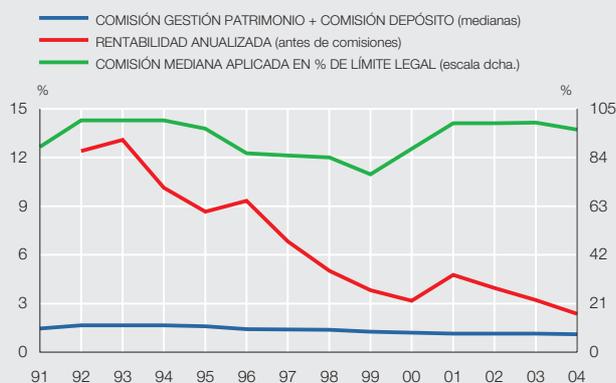
Los niveles de las comisiones representativas aplicadas a los fondos de inversión en España han presentado, en el período analizado, ligeras reducciones, de una cuantía notablemente inferior al fuerte descenso experimentado en sus rentabilidades (véanse los gráficos adjuntos). Así, mientras que el rendimiento de los FIAMM y los FIM de renta fija se sitúa en la actualidad en torno a un 80% por debajo del existente en 1993, y los fondos de renta variable y garantizados muestran una fuerte variabilidad en sus rentabilidades, las comisiones aplicadas se han mantenido prácticamente estables, con la única excepción de los fondos de renta fija, categoría que presenta una reducción en las comisiones aplicadas más allá de las bajadas asociadas a los cambios en los límites máximos legalmente establecidos<sup>3</sup>.

Los gráficos adjuntos muestran también que, con la única excepción de los fondos de renta fija, el porcentaje que supone el nivel mediano de las comisiones frente al máximo legal vigente ha descrito una trayectoria creciente en los últimos años, situándose, en el caso de los FIAMM, prácticamente en el 100%. Este resultado parece indicar, por tanto, que los ligeros movimientos de descensos que se han podido percibir en los niveles de las comisiones han estado inducidos, salvo en el caso de la renta fija, más por las va-

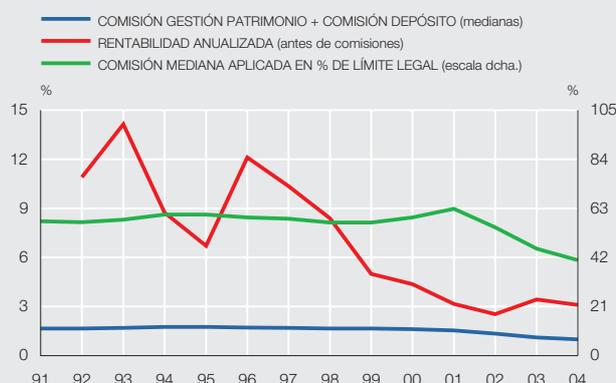
**3.** La principal modificación legal se produjo con el RD 6/2000 de medidas urgentes de la competencia, que redujo los límites para las comisiones máximas.

COMISIONES Y RENTABILIDAD. ANÁLISIS POR CATEGORIAS (a)

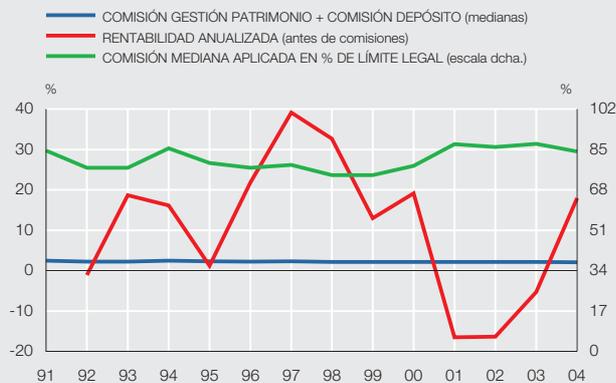
FIAMM



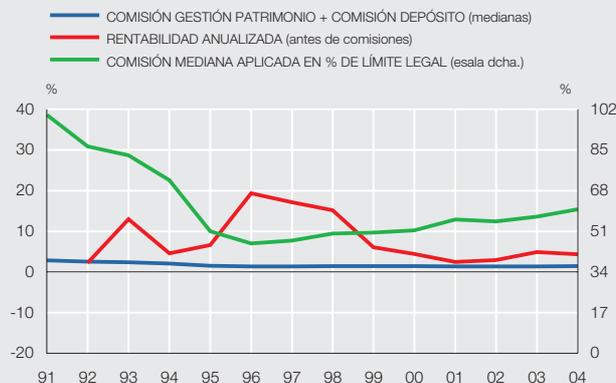
FIM RENTA FIJA



FIM RENTA VARIABLE



FIM GARANTIZADOS



FUENTES: CNMV y Banco de España.

a. Datos anuales medios. Para el año 2004, hasta el mes de octubre.

riaciones en los límites legales que por un aumento de la competencia en esta variable entre las gestoras, en un contexto en el que los partícipes podrían no estar aprovechando eficientemente todas las oportunidades que les ofrece el nuevo marco legislativo.

En esta misma línea, el cuadro adjunto muestra la reducida dispersión de las comisiones dentro de cada una de las categorías de fondos analiza-

das. En algún caso, incluso, dicha dispersión muestra una cierta tendencia decreciente. Del mismo modo, en los FIAMM y FIM garantizados se encuentran pocas diferencias en los niveles medianos de las comisiones aplicadas, en función del grupo promotor al que pertenece la gestora. No obstante, en los FIM de renta fija y renta variable gestionados por entidades distintas de bancos y cajas de ahorros, las comisiones son inferiores a las de las entidades de depósito.

#### ANÁLISIS DE LA DISTRIBUCIÓN DE LAS COMISIONES

		FIAMM	FIM RENTA FIJA	FIM RENTA VARIABLE	FIM GARANTIZADOS
Desviación estándar (%)					
Comisión gestión patrimonio	DIC 1996	0,30	0,49	0,59	0,36
	DIC 2000	0,19	0,47	0,50	0,37
	OCT 2004	0,26	0,52	0,51	0,38
Comisión de depósito	DIC 1996	0,04	0,11	0,11	0,11
	DIC 2000	0,04	0,10	0,10	0,08
	OCT 2004	0,04	0,05	0,05	0,04
Mediana (%). Octubre 2004					
Comisión gestión patrimonio + Comisión depósito	Bancos	1,14	0,80	2,20	1,50
	Cajas de ahorros	1,10	1,10	2,01	1,35
	Resto	1,15	0,50	1,60	1,49

Pese a los recursos captados, desde el año 2000 el peso de los inversores institucionales en el activo total del sector privado residente no financiero ha permanecido estable y no ha recuperado los niveles máximos alcanzados en 1998. Posiblemente en ello han influido tanto las pérdidas derivadas de la caída de los precios de las acciones en el período 2000-2002, como el estrechamiento de la diferencia entre la rentabilidad de los pasivos bancarios tradicionales y los tipos de interés de mercado.

Un hecho destacable en 2004 fue el incremento de la penetración de las gestoras extranjeras, tanto directamente, a través de la comercialización en España de sus propias instituciones de inversión colectiva<sup>6</sup>, como indirectamente, vía inversión de los fondos españoles en participaciones en entidades domiciliadas en el exterior. Dadas las economías de escala existentes, este es un sector en el que cabría esperar un proceso de integración a nivel europeo más rápido que en otros, como, por ejemplo, el de la banca al por menor. En este sentido, las sociedades gestoras españolas, aunque han mejorado su oferta de productos en los últimos años y cuentan además con la ventaja derivada de la extensa red comercial de sus entidades matrices, no deberían descuidar otros aspectos, como la gestión de las carteras o las comisiones aplicadas, que, en el caso de estas últimas y como se señala en el recuadro 5.2, a penas han variado en los últimos años.

En términos de resultados, el año 2004 supuso una continuación del ejercicio anterior, con rentabilidades reducidas y nuevamente negativas en términos reales por parte de los FIAMM (1,2%, frente a 1,5% en 2003), y superiores a la inflación pero modestas por parte de los FIM y de los fondos de pensiones (4,1% y 4,5%, respectivamente, frente a 5% y 5,4% en 2003).

6. Que pasaron de suponer un 3,7% a un 6,3% del patrimonio total.

Por último, la estructura de la cartera (véase gráfico 5.8) registró un nuevo descenso en el peso de la deuda pública española y un aumento en la renta fija privada (incluida dentro del resto de renta fija en euros) y en la renta variable nacional y extranjera. Por su parte, la cartera exterior aumentó ligeramente en términos relativos en los fondos de pensiones, y se redujo en los FIM y FIAMM<sup>7</sup>. En todo caso, las carteras de los inversores institucionales españoles siguen siendo relativamente conservadoras en comparación con otros países.

#### **4 La posición patrimonial del sector privado no financiero**

Entre los cambios más significativos en la posición patrimonial del sector privado no financiero se encuentran los ascensos de las ratios de endeudamiento como consecuencia del dinamismo de los fondos ajenos, que, además, propició un repunte de la carga financiera que soportan los hogares y una contracción de su capacidad de ahorro. En el caso de las sociedades, en cambio, la proporción de los recursos destinada a atender los pagos por intereses de la deuda acumulada mantuvo una trayectoria descendente. Por otra parte, la revalorización de las cotizaciones bursátiles, pero, sobre todo, el aumento del precio de la vivienda, permitieron que la riqueza neta de los hogares volviera a crecer en 2004.

##### 4.1 LOS HOGARES

El peso relativo de los activos inmobiliarios en la cartera agregada (bruta) de los hogares continuó aumentado, hasta superar el 75%, en detrimento del componente financiero, que, a su vez, siguió estando dominado por los activos líquidos y de menor riesgo. La importancia relativa de estos últimos, no obstante, experimentó una ligera disminución. En términos de los activos financieros totales, el efectivo, los depósitos, la deuda, los FIAMM y los FIM de renta fija en euros se situaron en el 49%, 0,7 pp por debajo del dato del ejercicio anterior. Por el contrario, las proporciones materializadas en acciones y participaciones y en el resto de FIM aumentaron, respectivamente, en 0,2 pp y en 0,4 pp, hasta el 26,1% y el 6%, gracias al buen comportamiento de los precios cotizados. Por último, las tenencias de seguros absorbieron el 15,2%, prácticamente la misma cifra de 2003.

Por lo que se refiere a los pasivos, la mayor parte continuó estando materializada en préstamos bancarios. Los destinados a la adquisición de vivienda siguieron ganando peso y alcanzaron el 63%, mientras que lo contrario ocurrió con la financiación de las entidades de depósito para consumo y otros fines, cuya proporción descendió hasta el 25,2%.

El comportamiento expansivo de la financiación de los hogares, junto con una evolución comparativamente menos dinámica de las rentas del sector, determinó nuevos avances en la ratio agregada de deuda sobre renta bruta disponible (RBD), que se situó al cierre del ejercicio en el 104%, 11 pp por encima del dato de 2003 (véase gráfico 5.9). De este modo, el endeudamiento de las familias españolas se aleja del valor promedio de la UEM (90%) y se acerca al de EEUU (115%). Las ratios calculadas sobre diferentes definiciones de activos financieros también mostraron ascensos.

A diferencia de lo ocurrido durante los dos ejercicios precedentes, en 2004 el incremento de los pasivos del sector vino acompañado de un ascenso de la carga financiera asociada. Así, la proporción de la RBD que las familias destinaron al pago de intereses y a la amortización del principal de los créditos contraídos aumentó en casi un punto porcentual y se situó en un valor próximo al 14%, lo que representa el máximo registro de los últimos años. Asimismo, el crecimiento de las obligaciones financieras, en un contexto de estabilidad de la tasa de ahorro bruto, determinó un descenso de aproximadamente un punto porcentual del ahorro no destinado al servicio de la deuda, hasta el 0,5% de la RBD, lo que supone el nivel más reducido registrado desde mediados de la década de los noventa.

7. No obstante, una parte del crecimiento de la cartera interior de FIM y fondos de pensiones se debe a participaciones en fondos de inversión, los cuales podrían estar invirtiendo a su vez en activos exteriores en lugar de nacionales.



FUENTE: Banco de España.

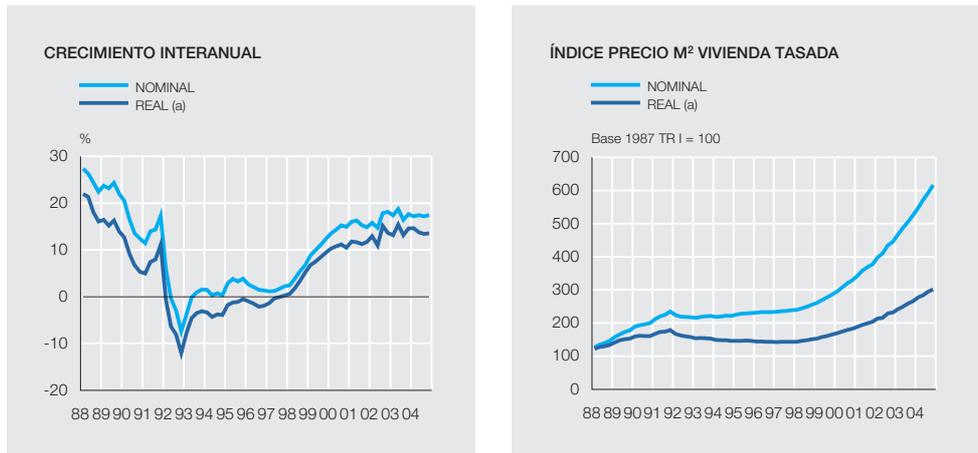
- a. Incluye crédito bancario y titulización.  
 b. Activos 1 = Total de activos financieros – la rúbrica «Otros».  
 c. Activos 2 = Activos 1 – acciones – participaciones de FIM.  
 d. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del m<sup>2</sup>.  
 e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.  
 f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.  
 g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.

A pesar del aumento de los pasivos, el patrimonio neto del sector continuó avanzando gracias a la revalorización de la cartera financiera y, sobre todo, al comportamiento expansivo del precio de la vivienda, que creció a una tasa superior al 17%, prácticamente el mismo valor que el observado en 2003 (véanse gráficos 5.9, 5.10 y 5.11). Tras este ascenso, las valoraciones de los activos inmobiliarios acumulan una ganancia desde finales de 1997 del 158% y del 110% en términos nominales y reales, respectivamente. Como se ha comentado en el capítulo 1, estas cifras no se pueden explicar completamente por la evolución de sus determinantes fundamentales, por lo que el valor de mercado de los inmuebles presenta actualmente un grado de sobrevaloración que ha ido aumentando durante los últimos años.

Como se ha puesto de manifiesto en el capítulo 4 de este Informe, la posición patrimonial agregada de los hogares ha seguido contribuyendo a sostener el consumo y la inversión residencial. Es asimismo previsible que lo siga haciendo en los próximos meses. Sin embargo, el aumento del endeudamiento, el creciente grado de sobrevaloración de los activos inmobiliarios y el reducido nivel alcanzado por el colchón de ahorro disponible suponen un avance evidente de los riesgos, a la baja, que podrían afectar al comportamiento en el medio y largo

## EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

GRÁFICO 5.10

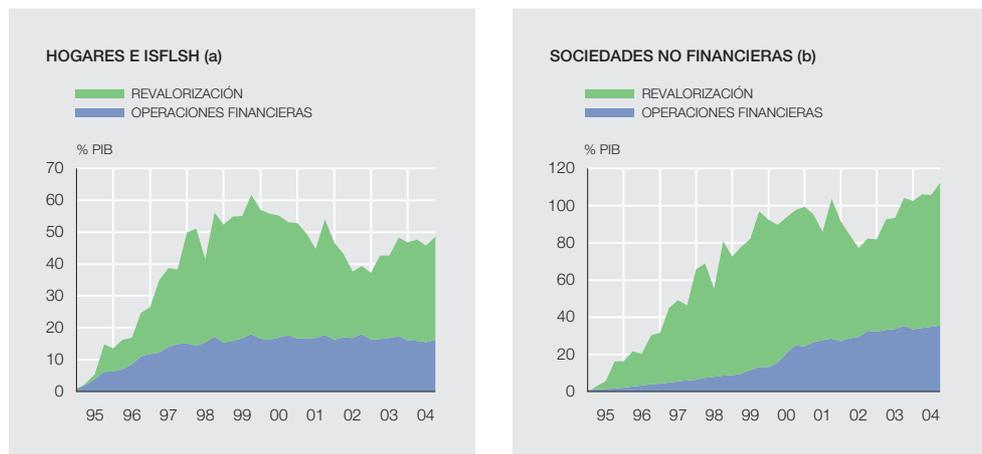


FUENTES: Ministerio de la Vivienda y Banco de España.

a. Deflactado con el IPC.

## VARIACIÓN ACUMULADA DE LA RIQUEZA FINANCIERA NETA Y PATRIMONIO NETO

GRÁFICO 5.11



FUENTE: Banco de España.

a. Riqueza financiera neta (activos financieros menos pasivos)

b. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

plazo del consumo y la inversión residencial. En particular, la ausencia de síntomas claros de una desaceleración significativa en el precio de la vivienda tiende a incrementar la probabilidad de que el ajuste en este mercado, que en episodios pasados comparables tuvo lugar de una manera paulatina y ordenada, pudiera llegar a realizarse en esta ocasión de una forma menos suave, si bien dicha posibilidad no se encuentra dentro del escenario más verosímil.

En esta misma línea, la información desagregada disponible basada en la Encuesta Financiera de la Familias del BE revela que la solidez del sector en su conjunto no es incompatible con la existencia de determinados grupos de población que, aunque reducidos, están sujetos a un grado de presión financiera relativamente acusado y se concentran en segmentos de ingresos bajos (véase recuadro 5.3), de manera que pueden resultar particularmente vulnerables ante cambios desfavorables en el empleo, los tipos de interés o el precio de la vivienda.

Desde mediados de la pasada década, la deuda de las familias ha aumentado de forma significativa, hasta superar en 2004 el valor de la renta bruta disponible del sector. Paralelamente, la carga financiera derivada del servicio de dicha deuda ha crecido también, aunque en menor proporción gracias a la reducción de los tipos de interés y al alargamiento de los plazos de vencimiento de los créditos. Ahora bien, para poder extraer conclusiones más precisas sobre las implicaciones de estos cambios en términos de potenciales riesgos tanto para la estabilidad macroeconómica como para la estabilidad financiera de la economía española, es preciso complementar la información agregada con el estudio de la distribución de estas variables en función de una serie de características relevantes de los hogares, como son sus niveles de renta y riqueza, la edad o la situación laboral del cabeza de familia. La Encuesta Financiera de las Familias elaborada recientemente por el Banco de España permite analizar estas cuestiones<sup>1</sup>.

1. Para mayor información sobre esta Encuesta, véase Bover (2004): *Encuesta Financiera de las Familias españolas (EFF): descripción y métodos de la Encuesta 2002*, Documento Ocasional n.º 0409, Banco de España.

Los pasivos del sector se repartían en 2002 entre un porcentaje elevado de hogares, dado que un 43,6% de ellos presentaba algún tipo de deuda. No obstante, el análisis de la mediana por grupos de población en función de sus rentas revela la existencia de una notable dispersión de la carga financiera dentro del conjunto de familias endeudadas, siendo los hogares de menores ingresos los que presentan unas ratios medianas comparativamente más elevadas, como puede observarse en el cuadro adjunto. Así, por ejemplo, la carga financiera es más del triple en el cuartil inferior de la distribución de la renta que en la decila extrema<sup>2</sup>. Por niveles de riqueza, las diferencias en la distribución de esta ratio son, en cambio, mucho más pequeñas, aunque, de nuevo, son los grupos con menos recursos (en los

2. Nótese que los valores presentados en el cuadro adjunto se refieren a medianas de las ratios de carga financiera y endeudamiento de los hogares individuales, por lo que no son comparables con las ratios que se pueden construir con base en los agregados de las Cuentas Financieras. Asimismo, a partir de las medianas no se pueden inferir valores medios, dado que la distribución de la riqueza en la población es muy asimétrica, al presentar unas colas de densidad muy desiguales.

## ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA DE LOS HOGARES

	Ratio pagos por deudas/renta del hogar (%)		Ratio deuda total/renta del hogar (%)	
	Mediana	Porcentaje de hogares con una ratio superior al 40%	Mediana	Porcentaje de hogares con una ratio superior a 3
Total de hogares	15,2	7,2	73,3	8,5
<b>PERCENTIL DE RENTA</b>				
Menor de 25	29,8	28,2	95,5	28,2
Entre 25 y 50	19,3	9,3	100,3	12,6
Entre 50 y 75	15,4	3,7	74,9	4,7
Entre 75 y 90	11,5	2,6	54,8	3,2
Entre 90 y 100	8,5	1,2	54,4	1,5
<b>PERCENTIL DE RIQUEZA NETA</b>				
Menor de 25	17,2	10,9	75,7	14,3
Entre 25 y 50	16,2	4,7	85,0	8,4
Entre 50 y 75	13,8	6,6	68,3	5,4
Entre 75 y 90	13,4	5,2	58,8	4,8
Entre 90 y 100	12,9	10,4	74,9	9,2
<b>EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA</b>				
Menor de 35 años	17,2	8,8	133,9	16,5
Entre 35 y 44 años	16,7	7,2	87,2	10,0
Entre 45 y 54 años	13,1	7,0	48,2	3,3
Entre 55 y 65 años	12,9	5,7	41,8	4,9
Más de 65 años	12,3	6,4	28,7	3,6
<b>SITUACIÓN LABORAL DEL CABEZA DE FAMILIA</b>				
Ocupado por cuenta ajena	14,9	4,0	79,9	7,4
Ocupado por cuenta propia	18,8	16,6	92,7	14,4
Jubilado	13,1	6,1	33,7	2,4
Parado o en otro tipo de inactividad económica	14,8	12,8	47,7	11,4
<b>NÚMERO DE OCUPADOS</b>				
Ninguno	16,8	14,8	47,0	11,4
Uno	16,1	8,3	78,5	10,9
Dos	14,0	4,7	77,2	6,4
Tres o más	12,1	4,7	46,1	1,6

FUENTE: EFF.

dos cuartiles inferiores, en este caso) los que presentan unas ratios más elevadas. Asimismo, el análisis en función de la edad y situación laboral muestra que son los más jóvenes y las unidades cuyo cabeza de familia está ocupado por cuenta propia los que soportan una presión mayor. Por otra parte, también existe una notable dispersión en la distribución de la ratio de endeudamiento, siendo las unidades familiares de menor edad, los empleados por cuenta propia y aquellos con ingresos en la mitad inferior de la distribución los que presentan unos valores medianos comparativamente más elevados<sup>3</sup>. Asimismo, resulta destacable que casi la mitad de la deuda se concentra en el cuartil superior de renta (un 15% del total de hogares), mientras que los empleados por cuenta propia (un 7% de las unidades familiares) asumen casi un 25% de la misma.

Dada la mayor sensibilidad de sus decisiones de gasto ante perturbaciones desfavorables, es importante caracterizar los hogares que destinan una fracción significativa de sus rentas al pago de las deudas contraídas o que presentan un nivel de endeudamiento elevado. Como puede observarse en la segunda columna del cuadro adjunto, la proporción de familias endeudadas que destina más de un 40% de su renta bruta al pago de sus pasivos es de un 7,2%, mientras que un 8,5% presentan niveles de endeudamiento tres veces superiores

3. Cuando se calculan las ratios de endeudamiento en función de la riqueza en vez de la renta, los empleados por cuenta propia dejan de presentar los valores más altos, debido a que el valor de los activos de estos hogares es más elevado.

a su renta bruta (última columna). Para los hogares con deudas pendientes y menores ingresos (por debajo del percentil 25), estos porcentajes ascienden al 28,2%. Asimismo, un análisis en función de la riqueza muestra que son las familias en el cuartil inferior de la distribución las que presentan unos valores más elevados, si bien las diferencias son menos importantes que en el análisis por estratos de renta. Por tanto, son los hogares endeudados con menores recursos, así como aquellos en los que ningún miembro del hogar trabaja, los que presentan en mayor proporción unas ratios de endeudamiento y carga financiera que podrían considerarse elevadas. Por otra parte, el análisis en función de la edad muestra concentración en el estrato de los más jóvenes, que, por tanto, tienen un crecimiento potencial de sus rentas más elevado.

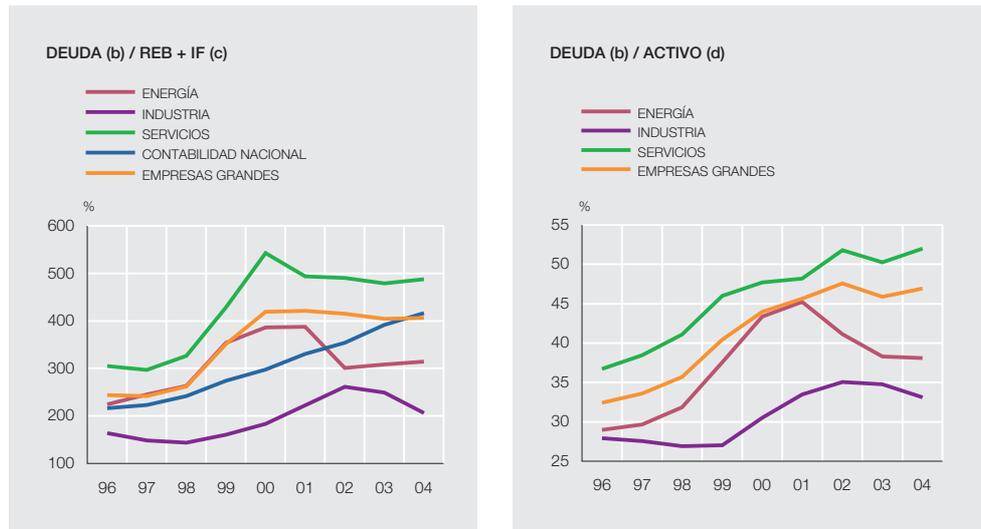
Los datos de la Encuesta Financiera de las Familias tienden a corroborar la solidez, globalmente considerada, de la posición patrimonial de las familias en 2002, cuyas ratios de carga financiera y endeudamiento eran moderadas para el hogar representativo. No obstante, muestran también la existencia de una proporción no despreciable de hogares para los que estas ratios se situaban en niveles elevados, de modo que su vulnerabilidad ante cambios desfavorables en el empleo, precios de los activos o tipos de interés podría ser significativa. Dado el elevado recurso al crédito observado a partir de dicho año, no se puede descartar completamente que estas proporciones hayan podido experimentar cambios de alguna consideración en el período más reciente.

#### 4.2 LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La composición de la cartera financiera de las sociedades experimentó escasas variaciones durante 2004. De este modo, las acciones y las participaciones continuaron siendo los principales instrumentos, con un peso que se situó cerca del 45%, pese al descenso de la importancia relativa de los activos exteriores.

Por el lado del pasivo, los recursos propios continuaron siendo la partida más voluminosa, si bien su peso descendió en 0,2 pp y se situó en el 47,8%, a pesar del ascenso de las cotizaciones bursátiles. La proporción que representan los créditos comerciales se incrementó en 0,1 pp, hasta el 22,6%. Por último, los fondos ajenos con coste aumentaron ligeramente su importancia relativa, hasta el 27,8%, con una composición en la que la financiación procedente de las entidades residentes ganó casi un punto porcentual. Lo contrario ocurrió con los préstamos exteriores y los valores de renta fija, modalidades normalmente utilizadas por las empresas de mayor tamaño.

Al igual que en el caso de los hogares, el dinamismo de los recursos ajenos de las sociedades se tradujo en una continuidad de la trayectoria creciente de la ratio de deuda agregada en relación con los resultados, que alcanzó el 417%. Esto representa un ascenso de 25 pp con respecto a 2003 (véase gráfico 5.12). No obstante, la información microeconómica disponible apunta a un comportamiento heterogéneo de esta variable dentro del sector. Así, la evolución fue relativamente estable en el caso de los principales grupos empresariales, de modo que, tras el proceso de saneamiento acometido durante los últimos años, su ratio se situó en valores muy inferiores a los registrados a



FUENTE: Banco de España.

- a. El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2003 la información procede de la Central de Balances Anual. Los datos de 2004 se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.
- b. Recursos ajenos con coste.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

principios de la década actual (véase recuadro 5.4). Por otra parte, de acuerdo con los datos de la Central de Balances (CB), las empresas de la rama industrial redujeron su indicador de endeudamiento, como resultado, sobre todo, de la rápida expansión del denominador.

El descenso en el coste de financiación permitió que la proporción de los resultados dedicada al pago de intereses por la deuda contraída continuara descendiendo, hasta situarse en torno al 17%, un nivel 2,5 pp por debajo del observado en 2003 y próximo al mínimo registrado desde mediados de la década de los noventa (véase gráfico 5.13). Por su parte, según la información de la CB, el indicador de carga financiera, que incluye, además de los costes financieros, la deuda a corto plazo con coste, mostró también una reducción durante 2004 para el conjunto de las empresas colaboradoras, que fue algo más intensa en el caso de la rama industrial.

Los resultados económicos de las empresas no financieras tuvieron un comportamiento muy favorable durante el pasado año. Según la muestra de empresas que colaboran con la CB, el resultado económico bruto aumentó un 8,6%, una cifra bastante superior a la registrada el año precedente. Este desarrollo, junto con el descenso de los gastos financieros, determinó que el resultado ordinario neto tuviera una evolución todavía más expansiva (21,5%). El fuerte descenso de las plusvalías y de los ingresos extraordinarios, partida muy errática que en 2002 y 2003 registró unos importes anormalmente altos, impidió que esta mejoría se extendiera también al resultado neto. De entre las distintas actividades mejor representadas en la muestra de la CB, destaca la recuperación de la rama industrial, cuyo resultado ordinario neto avanzó un 32,2% en relación con el ejercicio anterior. Los beneficios de las empresas cotizadas en bolsa estuvieron en línea con el resto del sector y, de acuerdo con las expectativas de los analistas, durante los próximos meses van a seguir creciendo a tasas relativamente elevadas (véase gráfico 5.14). Además, las perspectivas de rentabilidad a largo plazo fueron paulatinamente revisadas al alza hasta valores más próximos a su media histórica.

Durante la segunda mitad de los noventa, los grandes grupos empresariales españoles llevaron a cabo un proceso de expansión e internacionalización de sus negocios, que conllevó un importante incremento de sus inversiones en el exterior. Para hacer frente a las elevadas necesidades de fondos derivadas de este desarrollo, estas empresas aumentaron el volumen de deuda, de modo que, tal como se observa en el gráfico 1, las tasas de avance de dicho agregado se situaron, entre 1997 y 1999, claramente por encima de las correspondientes a las del conjunto de sociedades no financieras españolas. Esta evolución, junto con un crecimiento mucho menos acusado de los beneficios, determinó un rápido ascenso de su ratio de endeudamiento, que partía de niveles muy inferiores a los de la media del sector, hasta alcanzar, en 1999, una cota similar (véase gráfico 2). Durante 2000 y 2001 la financiación ajena de los grandes grupos se desaceleró, si bien siguió todavía creciendo a tasas positivas, en un contexto de ralentización de sus inversiones financieras y reales, lo que, junto con el moderado avance de las rentas generadas, se tradujo en un mantenimiento de las ratios de endeudamiento.

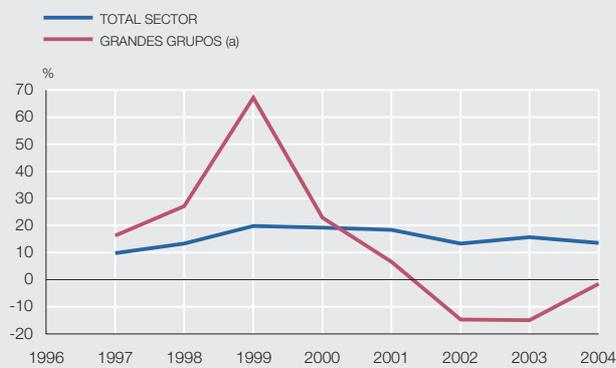
Los desarrollos desfavorables en algunos países de Latinoamérica a principios de la década del 2000, junto con la baja rentabilidad de algunas inversiones, como, por ejemplo, las relacionadas con las UMTS, asociada al retraso en la tecnología, llevaron a estas empresas a iniciar un proceso de reestructuración y saneamiento de sus

balances, que se reflejó en tasas negativas de avance de la deuda entre 2002 y 2004. Concretamente, durante esos tres años, el nivel de recursos ajenos con coste de los grandes grupos se redujo en aproximadamente un tercio. Durante dicho período la ratio de deuda sobre beneficios mostró un perfil descendente, que contrasta con la evolución creciente de este indicador a nivel agregado del sector. De este modo, a finales de 2004 la ratio de endeudamiento de los grandes grupos empresariales españoles se situaba en torno a los niveles de 1996, mientras que para el conjunto de las sociedades no financieras esta se había más que duplicado.

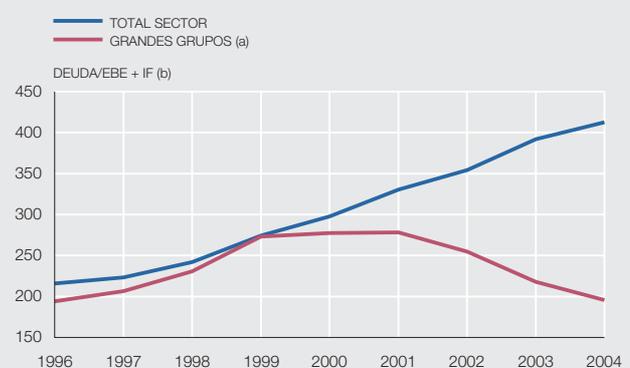
La información provisional más reciente apunta a que el proceso de saneamiento de los grandes grupos empresariales españoles podría estar concluyendo. Así, de acuerdo con dichos datos, a lo largo de 2004 se ha producido una ralentización en el ritmo de contracción de la deuda.

El saneamiento acometido por los grandes grupos empresariales españoles hace que su posición financiera sea ahora más favorable que en los años anteriores. Este desarrollo se refleja, por ejemplo, en unos moderados niveles de las primas de riesgo crediticio negociadas en los mercados de derivados. Esto, en un contexto en el que los tipos de interés de la deuda pública se sitúan en valores reducidos, implica unas condiciones muy holgadas de financiación para estas sociedades, que deben facilitar sus decisiones de contratación e inversión productiva.

**1. RECURSOS AJENOS CON COSTE (crecimiento interanual)**



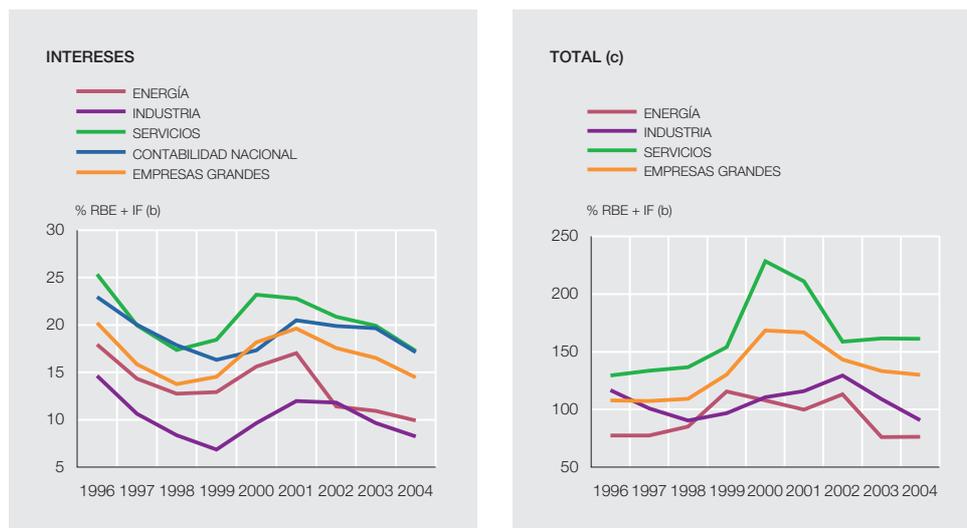
**2. RATIO DE ENDEUDAMIENTO**



FUENTES: Memorias anuales y Banco de España.

a. Datos correspondientes a Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa, Repsol YPF y Telefónica.  
 b. Excedente bruto de explotación más ingresos financieros.

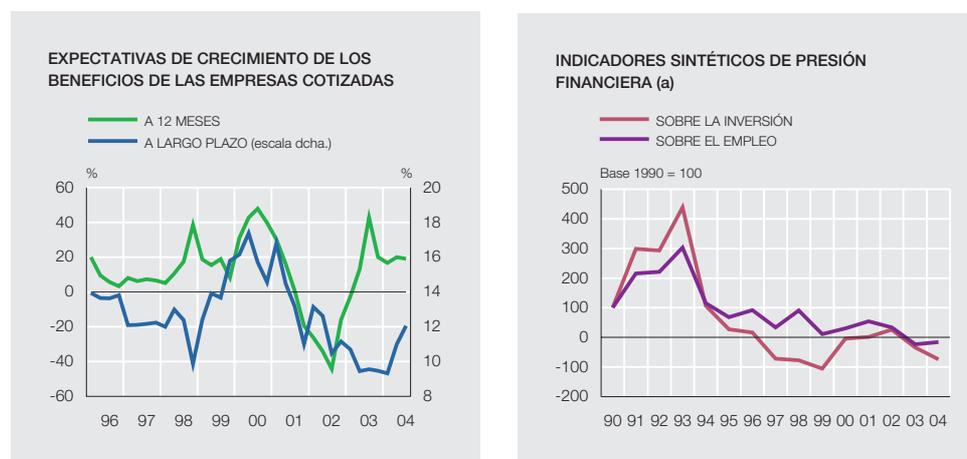
Los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo, que resumen el impacto conjunto del endeudamiento, la carga financiera y los resultados sobre las decisiones de gasto en capital y de contratación de las empresas y se elaboran a partir de la información de la CB, se mantuvieron en niveles reducidos, lo que evidencia que su posición financiera es favorable para el avance de ambas variables macroeconómicas (véase gráfico 5.14). En el caso de la inversión, las perspectivas son, incluso, algo mejores que hace un año.



FUENTE: Banco de España.

- a. El cálculo de todas las series, excepto «Contabilidad Nacional», se realiza con información de la Central de Balances. Hasta 2003 la información procede de la Central de Balances Anual. Los datos de 2004 se han estimado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

OTROS INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

- a. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la de referencia.

El patrimonio neto de las sociedades no financieras también experimentó una evolución favorable, gracias fundamentalmente al ascenso de las cotizaciones bursátiles, ya que, como se ha comentado en la sección 2, las ampliaciones de capital volvieron a ser poco voluminosas. De este modo, el valor de mercado de las empresas españolas en relación con el PIB volvió a situarse por encima de los valores máximos alcanzados en 2001 (véase gráfico 5.11).

La fortaleza de la posición patrimonial de las empresas se reflejó también en nuevos descensos de las ratios de morosidad, que alcanzaron registros muy reducidos, y en un aumento del diferencial entre el número de revisiones al alza y a la baja de las calificaciones crediticias de las sociedades no financieras que emiten valores de renta fija.

Tomados en su conjunto, los diferentes indicadores disponibles sobre la posición patrimonial de las empresas no financieras muestran que su situación es propicia para el dinamismo de la inversión productiva privada. A diferencia de lo que ha ocurrido con los hogares, el aumento del endeudamiento no se ha traducido en un ascenso de la carga financiera asociada y ha venido acompañado de una recuperación notable de los beneficios, que el año pasado se extendió a la rama industrial y que ha sido compatible con un importante saneamiento de los balances de los grandes grupos. Esta valoración favorable no debe ocultar, sin embargo, que el mayor apalancamiento y la creciente importancia relativa de los préstamos a tipo variable han aumentado la exposición de las sociedades a posibles cambios adversos en el coste de la financiación y en los resultados económicos.



### 1 Introducción

Este capítulo del *Informe Anual* está dedicado a la gestión del Banco de España durante 2004, un año en el que la institución supo responder satisfactoriamente a los problemas de considerable complejidad que se le plantearon en los distintos ámbitos de su competencia. Fue el pasado, además, un ejercicio que para el Banco de España se tiñó de luto por la pérdida de su consejero Eugenio Domingo Solans, fallecido en noviembre tras una penosa enfermedad, y por haber sufrido directamente los efectos del salvaje atentado terrorista del 11 de marzo en Madrid, en el que murió uno de sus empleados, Ángel Pardillos Checa. Este resumen de lo que fue 2004 para el Banco no podía comenzar sin tener un recuerdo para ellos.

En las páginas siguientes se hace una descripción global y sintética de los aspectos más destacados de la actividad del Banco en 2004, sin perjuicio del tratamiento más detallado que algunos tendrán en las memorias monográficas que los distintos departamentos del Banco publican anualmente (Supervisión Bancaria, Balanza de Pagos, Servicio de Reclamaciones, Central de Balances y Mercado de Deuda Pública).

### 2 Actividades del Banco de España como miembro del Eurosistema

El Banco de España mantuvo una intensa actividad como miembro del Eurosistema durante 2004. El Gobernador participó en las reuniones que celebró el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), en las que se adoptaron decisiones sobre los tipos de interés a aplicar en las operaciones de política monetaria y sobre el resto de cuestiones que recaen dentro del ámbito de sus competencias. A lo largo de 2004, el Consejo mantuvo los tipos de interés de política monetaria en el 2%, tal y como se explica con detalle en los capítulos 1 y 3 de este *Informe Anual*.

Además, un amplio grupo de profesionales del Banco de España participó en diversos comités y grupos del Eurosistema para preparar la toma de decisiones por parte del Consejo de Gobierno del BCE, y trabajó en las tareas necesarias para llevar a cabo las funciones de esa institución. Por otra parte, cabe mencionar que uno de los miembros de la Comisión Ejecutiva del Banco de España, José Manuel González-Páramo, pasó a formar parte del Comité Ejecutivo del BCE a partir del 1 de junio de 2004, que fue la fecha de término del mandato de Eugenio Domingo.

En el ámbito institucional europeo, 2004 ha venido marcado por dos acontecimientos de hondo alcance que guardan relación entre sí: la ampliación de la Unión Europea y la elaboración y aprobación de un Tratado por el que se establece una Constitución para Europa. El 1 de mayo de 2004, diez países —la República Checa, Estonia, Chipre, Letonia, Lituania, Hungría, Malta, Polonia, Eslovenia y Eslovaquia— se integraron en la Unión, y sus bancos centrales respectivos pasaron a formar parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). El Eurosistema realizó diversas contribuciones para que este proceso culminara con éxito, facilitando la incorporación de nuevos países al entramado legal, institucional y operativo del SEBC. Además, los gobernadores de los bancos centrales de los nuevos Estados de la UE —que, hasta entonces, habían actuado como observadores en el Consejo General del BCE— pasaron a ser miembros de pleno derecho de ese Consejo.

Después de la ampliación, los ministros de Economía y Finanzas de Eslovenia, Estonia y Lituania solicitaron la incorporación de sus monedas al Mecanismo de Tipos de Cambio II, que tuvo lugar el 28 de junio de 2004, por común acuerdo del Eurogrupo, el BCE y las autoridades nacionales respectivas. Con ello, ya son cuatro las monedas (las de estos tres países y la

corona danesa) incorporadas a dicho mecanismo, cuyo objetivo es velar por la estabilidad del tipo de cambio nacional frente al euro y proporcionar un marco en el que los países puedan avanzar en el proceso de convergencia con la zona del euro y, finalmente, incorporarse a esa Unión Monetaria.

El Tratado por el que se establece una Constitución para Europa fue adoptado por el Consejo Europeo el 18 de junio y firmado por los jefes de Estado o de Gobierno el 29 de octubre. La Constitución no introduce cambios significativos en el tratamiento del BCE y de la política monetaria. Así, reconoce el especial estatus del BCE, integrándolo en el apartado de *otras instituciones*, no modifica la configuración de sus órganos rectores y mantiene una referencia explícita a la estabilidad de precios como uno de los objetivos de la UE. El Eurosistema participó en el desarrollo de aquellas partes relacionadas con su organización y funciones, elaborando propuestas de enmienda sobre los textos presentados a consulta por el Consejo de la UE.

En el contexto del marco operativo de la política monetaria del Eurosistema, en marzo de 2004 entraron en vigor diversas medidas cuyo objetivo era reducir la volatilidad de los tipos de interés de los plazos más cortos e introducir mayor estabilidad en las peticiones de liquidez de las entidades en las subastas. En concreto, se acordó que el período de mantenimiento de reservas mínimas comenzara el día de liquidación de la operación principal de financiación siguiente a la primera reunión del mes del Consejo de Gobierno del BCE, que los cambios en los tipos de interés de las facilidades permanentes se aplicaran el primer día del período de mantenimiento de reservas y que se redujera de dos semanas a una el vencimiento de las operaciones principales de financiación.

Por otra parte, el Eurosistema decidió en el curso de 2004 establecer una lista única de los activos que se admiten como garantía de las operaciones de política monetaria, en vez de las dos listas actuales, para homogeneizar esos instrumentos y ampliar la profundidad de los mercados. Se tomó la decisión de implantar la lista única de forma gradual después de haber realizado una consulta pública a las entidades de crédito, que puso de manifiesto una aceptación generalizada del proyecto. Por el momento, se ha admitido la presentación de determinados préstamos como garantía, mientras que se han rechazado los valores de renta variable para tal fin.

También se avanzó en la creación de una nueva plataforma compartida para los sistemas de pagos del Eurosistema, conocida como TARGET 2. Esta plataforma fue aprobada en diciembre de 2004, sobre la base de la oferta conjunta realizada por el Banco de Italia, el Banco de Francia y el Bundesbank. Entrará en vigor en 2007 y a ella ya se han adherido todos los bancos centrales del Eurosistema. Así, el Servicio de Liquidación del Banco de España, el componente español de TARGET, se integrará en esa nueva plataforma.

Asimismo, en junio de 2004 se adoptó una decisión por la que el Eurosistema puede prestar servicios de gestión de reservas en euros a bancos centrales, organizaciones internacionales y países no integrados en la UEM, a partir del 1 de enero de 2005, para lo que se han establecido unos servicios estándar que han de ser suministrados de forma armonizada por todos los bancos centrales. El Banco de España anunció su compromiso de proporcionar a cualquier cliente dichos servicios de gestión.

Finalmente, debe destacarse que el Consejo de Gobierno del BCE ha impulsado diversas iniciativas para mejorar la cultura corporativa del Eurosistema y transmitir los objetivos y el marco de valores que comparten los 13 bancos centrales que componen el Eurosistema. De

esta forma, se elaboró una Declaración sobre la Misión del Eurosistema, que también incluye los propósitos estratégicos y los principios organizativos de esa institución, y que se ha distribuido a todo el personal del Eurosistema a comienzos de 2005, además de publicarse en los sitios web de los bancos centrales.

### 3 Actividades internacionales

En este apartado se analizan las actividades internacionales del Banco de España, tanto en el ámbito de la Unión Europea —a excepción del Eurosistema, cuyas actividades ya se han descrito en la sección 2— como en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Banco de Pagos Internacionales, el Fondo Monetario Internacional y otros foros en los que el Banco de España participa regularmente.

#### 3.1 RELACIONES INTERNACIONALES

En el ámbito de la Unión Europea, el Banco de España ha participado activamente en la representación española en diversos grupos y comités, como el Comité Económico y Financiero —que prepara las reuniones del Consejo ECOFIN— y el Comité de Política Económica. La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y la revisión de los objetivos y de la estrategia de reformas estructurales —conocida como *Agenda de Lisboa*— fueron probablemente los temas más relevantes discutidos en estos foros.

Durante el año 2004, el Banco ha continuado desempeñando un papel muy activo en los comités y grupos de trabajo del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (en adelante, Comité de Basilea) y en el marco de las instituciones europeas. La publicación, el 26 de junio de 2004, del nuevo marco de solvencia para el tratamiento de los riesgos bancarios *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, conocido como Basilea II, ha supuesto un hito en la regulación bancaria. Este Comité, presidido desde marzo de 2003 por el Gobernador del Banco de España, es el principal foro internacional de supervisores bancarios y, durante 2004, ha abordado principalmente temas relacionados con la nueva normativa de solvencia, su implementación en la práctica (a través del Grupo de Implementación del Acuerdo, *AIG*), y la nueva normativa contable que introduce los principios de las Normas Internacionales de Contabilidad y su relación con el capital regulatorio de las entidades de crédito (a través del Grupo de Contabilidad, *ATF*).

La transposición en la Unión Europea del nuevo marco de solvencia acordado en Basilea ha supuesto un trabajo importante en los grupos de la Comisión y el Consejo constituidos al efecto y en los que el Banco de España ha colaborado intensamente. Aunque la propuesta legislativa de la Comisión se basaba en gran medida en el documento del Comité de Basilea, el trabajo ha consistido en asegurar que el texto de la UE refleje de forma adecuada las especificidades del mercado europeo y, en particular, la necesidad de que la nueva normativa de solvencia siga siendo de aplicación a todas las entidades de crédito, con independencia de su tamaño y nivel de complejidad, y a las empresas de inversión que operen en la UE.

El Banco ha estado también muy presente en el Comité Consultivo Bancario de la Unión Europea, en su formato de comité de nivel 2 (en la terminología Lamfalussy), así como en el nuevo Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS) de nivel 3, que se ha constituido como uno de los foros más importantes y que más ha avanzado durante el año 2004. Cabe destacar que este comité, que fue creado en noviembre de 2003 para encargarse de la convergencia supervisora, asesorar a la Comisión en materia de regulación prudencial y reforzar el intercambio de información entre los supervisores europeos, está presidido por el director general de Regulación del Banco de España. En su primer año de funcionamiento el trabajo del CEBS se ha centrado básicamente en temas relacionados con la implementación de la nueva normativa de solvencia bancaria y con la aplicación de las nuevas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

El Banco de España ha continuado profundizando las relaciones con el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI), a través de las reuniones de Gobernadores, otros encuentros de alto nivel —como los del Comité del Sistema Financiero Global y el Comité de Mercados— y los de economistas sobre temas de interés para los bancos centrales y supervisores.

Durante el año 2004, el Banco ha consolidado su presencia en la representación de España en el Fondo Monetario Internacional (FMI). En estrecha colaboración con el Ministerio de Economía, se ha hecho el seguimiento de los temas de la agenda del Directorio Ejecutivo del FMI y se han incrementado significativamente las aportaciones para la elaboración de las posiciones de la representación española en la Institución.

En el ámbito del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), como en años anteriores, el Banco de España ha participado en las reuniones de Gobernadores, en las del Comité de Alternos (que sirven para preparar las de Gobernadores) y en reuniones monográficas sobre diversos temas, tales como banca central, auditoría interna, sistemas de pagos y comunicación de bancos centrales. Asimismo, el Banco es miembro colaborador de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA), y participa activamente en sus asambleas anuales.

La colaboración con los Bancos Multilaterales de Desarrollo ha seguido reforzándose, principalmente con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial, con los que se han organizado numerosas reuniones y se han llevado a cabo proyectos de trabajo sobre asuntos de interés común. Adicionalmente, junto con el Ministerio de Economía, el Banco ha intervenido en las reuniones del Club de París y en diversos grupos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), como el Comité de Política Económica, el Comité sobre Perspectivas Económicas a Corto Plazo (STEP), el Comité de Primas Únicas, el Comité de Mercados Financieros y el Grupo de Participantes en el Consenso de Crédito a la Exportación.

El Banco de España ha seguido reforzando igualmente las relaciones bilaterales con otros bancos centrales y autoridades de supervisión, fundamentalmente del Eurosistema, así como de los principales países industrializados, América Latina y Asia. En particular, en el año 2004, se ha incrementado notablemente el esfuerzo en materia de cooperación técnica. Lo más destacable ha sido la puesta en marcha de un programa de formación que incluye una oferta regular de cursos dirigidos a funcionarios de bancos centrales y organismos supervisores. Durante este primer año se ha contado con 79 participantes, provenientes, en su gran mayoría, de bancos centrales de América Latina. Además, cabe reseñar el significativo aumento registrado en las tradicionales actividades de cooperación llevadas a cabo por el Banco, así como su participación en varios proyectos internacionales dirigidos a proveer asistencia técnica a los bancos centrales de Rusia, de Turquía y de la mayor parte de los países de América Latina. Entre estos últimos, merece destacarse la colaboración con el Consejo Monetario Centroamericano en el asesoramiento integral para la armonización de los sistemas de pago nacionales en Centroamérica y el inicio de la cooperación con el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores.

### 3.2 CONFERENCIAS, REUNIONES Y SEMINARIOS ORGANIZADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA

De las conferencias y seminarios organizados durante el año 2004, cabe destacar dos. Por una parte, la celebración en Madrid de la XIII Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios (ICBS), organizada conjuntamente por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y el Banco de España. La ICBS es el evento de mayor alcance entre todos los que celebran los supervisores y tiene carácter bienal. España, miembro más reciente del Comité de Basilea,

tomó el relevo de Sudáfrica, que fue anfitriona de la ICBS de 2002. En Madrid estuvieron presentes delegados de más de 130 países, por lo que ha constituido el mayor evento organizado nunca por el Banco de España. Los temas de debate de la Conferencia fueron dos: la implantación del Acuerdo de Basilea y la relación entre contabilidad y supervisión, cuestiones ambas de gran importancia para el desarrollo de los sistemas financieros. El programa se completó con reuniones de grupos regionales de supervisores, conferencias y discursos a cargo de personalidades del mundo bancario y supervisor.

El segundo evento destacable en 2004 fue la Conferencia Internacional organizada conjuntamente con el Fondo Monetario Internacional y celebrada en Madrid con motivo del 60 Aniversario de los Acuerdos de Bretton Woods, que dieron lugar a la creación del FMI y del Banco Mundial. La Conferencia contó con la participación de académicos de primera línea, así como con reconocidos especialistas de los sectores público y privado de un amplio número de países, siendo esta una de las muy escasas ocasiones en las que el FMI ha elegido un emplazamiento distinto a Washington para celebrar un encuentro de estas características. Durante su transcurso, se propició un intercambio sumamente fructífero de opiniones sobre los grandes retos que actualmente tiene planteados el sistema monetario internacional y sobre el papel futuro de las instituciones de Bretton Woods. En concreto, los temas principales de debate fueron fundamentalmente los desequilibrios globales en la economía internacional, los tipos de cambio, los problemas relacionados con la deuda en los países emergentes y el papel del FMI en la arquitectura financiera internacional.

Con el Centre for Economic Policy Research (CEPR), el Banco organizó el Symposium Europeo de Verano sobre Macroeconomía Internacional. Otros eventos públicos organizados fueron la presentación en el Banco de España del *Informe sobre Estabilidad Financiera Mundial (Global Financial Stability Report)*, del FMI; el Segundo Seminario de Alto Nivel del Eurosistema y de Bancos Centrales de América Latina, organizado junto con el BCE y el Banco Central de Brasil en Río de Janeiro; las Jornadas sobre Perspectivas Económico-Financieras para América Latina, organizadas junto con el BID, y la presentación por parte de esta última institución del *Informe Anual sobre Progreso Económico y Social en América Latina*, que sirvieron de marco para fomentar el debate sobre las perspectivas económicas y financieras de la región y la valoración del riesgo de las inversiones en la zona.

#### **4 Análisis económico e investigación**

Las labores de análisis e investigación de la economía española y de su entorno internacional, así como de la estabilidad del sistema financiero español, se desarrollan en varios departamentos del Banco de España, con el objetivo de asesorar a sus órganos de gobierno para el cumplimiento de las funciones que tienen encomendadas.

##### **4.1 ÁREAS PRIORITARIAS DE ANÁLISIS**

La agenda investigadora del Banco de España se dirige fundamentalmente a contribuir al conocimiento sobre el funcionamiento de la economía española y al análisis de la estabilidad financiera. En consecuencia, los temas principales en dicha agenda se refieren a los condicionantes externos de la economía española, en particular aquellos relacionados con la pertenencia a la Unión Monetaria Europea, y a los factores coyunturales o estructurales que puedan afectar a dicho funcionamiento, así como al análisis del riesgo bancario, su impacto en la rentabilidad y el nivel de solvencia alcanzado por las entidades de depósito españolas.

Durante 2004, varias líneas de investigación se han enmarcado en el análisis de las divergencias cíclicas entre los países del área del euro, el proceso de formación de precios, la eficiencia de los mercados de factores y de productos, la modelización macroeconómica, la interrelación entre activos financieros y actividad real y el estudio de la política monetaria. Por lo que respecta a divergencias cíclicas en el área del euro, se prestó especial atención a la interpre-

tación e identificación de los factores causales de los diferenciales de inflación en el área del euro. Dentro del análisis del proceso de formación de precios, cabe destacar los proyectos dirigidos a identificar el impacto de variaciones del tipo de cambio sobre los precios y sus consecuencias sobre el comercio de las manufacturas, y aquellos desarrollados en el ámbito de la *Inflation Persistence Network*, organizada por el BCE para estudiar las rigideces nominales y la dinámica de precios en los países del área del euro.

El análisis de la relación entre activos financieros y actividad real ha recibido un fuerte impulso con la elaboración de los primeros resultados de la Encuesta Financiera de las Familias, realizada por el Banco de España en colaboración con el INE y la Agencia Tributaria en 2002. En relación con la eficiencia de los mercados de factores y de productos, se prestó una especial atención al comportamiento de la productividad y de los márgenes de beneficios. Finalmente, por lo que se refiere al estudio de la política monetaria, varios proyectos se dedicaron a analizar las características de la política monetaria óptima en diferentes contextos, definidos por la heterogeneidad de los agentes y el comportamiento de sus expectativas en relación con la formación de precios.

Para continuar perfeccionando el instrumental que se utiliza en el análisis y la previsión de la evolución de la economía española, se han efectuado algunas extensiones del modelo macroeconómico trimestral de la economía española, lo que permite analizar las decisiones de los agentes de forma más desagregada. En particular, se ha avanzado en la modelización de la determinación de las decisiones de gasto de las familias (y de la inversión empresarial) y del bloque exterior. En el ámbito de la inflación, se han realizado una serie de trabajos, en los que se analiza el comportamiento individual de los precios de consumo y de sus determinantes en un proyecto conjunto elaborado en el marco del Eurosistema. En relación con el mercado de trabajo, ha proseguido el análisis de las características de la negociación colectiva, y, en el ámbito de las finanzas públicas, se ha avanzado en temas relacionados con la sostenibilidad a largo plazo y, en este contexto, con los incentivos a las jubilaciones anticipadas. Por último, en cuanto al análisis sectorial y a las políticas estructurales, se han estudiado los efectos de la ampliación de la UE sobre la economía española y se ha profundizado en el análisis de la evolución y de los determinantes de la productividad y de la convergencia real.

Entre las líneas de investigación sobre estabilidad financiera y regulación bancaria, destacan el estudio y diseño de un nuevo sistema de provisiones dinámicas de carácter prudencial para reforzar la solvencia del sistema financiero español, la posible sustitución entre capital y provisiones y los incentivos sobre los gestores bancarios por la existencia de mecanismos prudenciales transparentes. La culminación del proceso de reforma de los requerimientos de capital regulatorio, proceso conocido como Basilea II, ha impulsado estudios de impacto sobre las entidades de crédito y las empresas no financieras españolas. Se ha avanzado también en la construcción de un conjunto de indicadores de estabilidad financiera, que va más allá de los propuestos por el FMI, al incluir el perfil de riesgo de las empresas no financieras y de los activos en el exterior de las entidades de depósito españolas. El grado de competencia y eficiencia del mercado bancario español incide en su estabilidad, lo que ha motivado, por un lado, el análisis macroeconómico de los tipos de interés de las operaciones de activo y pasivo, y, por otro lado, el estudio del funcionamiento del mercado de crédito y, más en concreto, del papel que las garantías juegan en los préstamos a empresas como mecanismos señaladores del riesgo y su relación con el ciclo económico. Finalmente, se ha estudiado también el avance del proceso de integración bancaria en Europa.

Por lo que se refiere a los estudios relacionados con las áreas externas respecto a la zona del euro, estos han seguido prestando una atención destacada a las economías emergentes, y a la arqui-

itectura financiera internacional. Entre los primeros, destaca el análisis empírico de los determinantes de los diferenciales soberanos en países emergentes (especialmente los efectos de balance y la aversión global al riesgo) y de la actividad bancaria internacional, así como su impacto en la estabilidad financiera de los países receptores. También se ha investigado cómo los regímenes cambiarios pueden influir en la disciplina fiscal y los efectos de balance sobre el empleo.

En cuanto a la arquitectura financiera internacional, se ha realizado una evaluación de las reformas introducidas tras la crisis asiática, del papel catalítico del FMI y de los programas de evaluación de los sistemas financieros (FSAP; sus siglas conforme al inglés) que lleva a cabo dicha institución. Otros estudios de carácter global han versado sobre el aumento del precio del petróleo, los desequilibrios globales, la definición de estabilidad financiera y el impacto de la globalización sobre la sincronización cíclica. Por último, se han llevado a cabo estudios monográficos sobre la ampliación de la UE, el sistema financiero chino, el impacto de China sobre la inversión hacia Latinoamérica y la efectividad de las intervenciones cambiarias japonesas.

#### 4.2 RELACIONES CON LA COMUNIDAD ACADÉMICA

El Banco de España ha intensificado sus conexiones con la comunidad académica y con las unidades dedicadas al análisis y a la investigación económica en otros bancos centrales e instituciones internacionales. Estas conexiones se desarrollan fundamentalmente a través de cuatro vías. En primer lugar, los trabajos de análisis y de investigación producidos por el Banco de España se presentan y discuten en seminarios, congresos y conferencias académicas nacionales e internacionales, y, por otra parte, se publican en los canales habituales de la profesión. En segundo lugar, el Banco de España organiza sus propios seminarios, en los que participan miembros de la comunidad académica nacional e internacional, y organiza, a veces en colaboración con otros organismos, conferencias nacionales e internacionales. En tercer lugar, el Banco de España participa en las redes de investigación organizadas dentro del Euro-sistema para el análisis de la economía del área del euro, como ha sido el caso durante 2004 de la *Inflation Persistence Network*. Finalmente, existen programas regulares de visitantes y de asesores externos, que potencian los proyectos que puedan considerarse estratégicos en distintas áreas de análisis y de investigación.

#### 4.3 DIFUSIÓN Y COMUNICACIÓN DEL ANÁLISIS ECONÓMICO E INVESTIGACIÓN

Los resultados de los estudios de análisis e investigación se ponen a disposición de la comunidad científica y de la opinión pública, en general, a través de varios tipos de publicaciones. Entre ellas, las series de Documentos de Trabajo y de Documentos Ocasionales son las que acogen gran parte de artículos dedicados al análisis económico y a la investigación.

Además de estas series de Documentos, en el *Boletín Económico* mensual se publican resúmenes de trabajos realizados o avances de investigaciones en curso (todos ellos son difundidos a través del sitio web del Banco en Internet, además de ser distribuidos en versión impresa). En 2004 se ha realizado un esfuerzo adicional para la difusión del análisis económico, consistente en la elaboración del libro *El análisis de la economía española*, que ofrece una panorámica de los distintos modelos y enfoques utilizados para el análisis económico de la economía española, que será publicado en la segunda mitad de 2005.

Junto a estas publicaciones, continúa la edición semestral de la revista *Estabilidad Financiera*, creada en 2001, con el objetivo de servir de canal de comunicación con la industria bancaria y con el público en general, en cuestiones de regulación y supervisión bancaria y, en general, de estabilidad financiera. Así, en 2004 se han publicado en esta revista artículos sobre indicadores de estabilidad financiera, análisis de la rentabilidad de las entidades de depósito españolas y europeas e indicadores de riesgo de los activos financieros en el exterior de la banca española y de las empresas no financieras, con particular atención a las PYMES. Coincidiendo en el tiempo con la revista, se publica semestralmente el *Informe de Estabilidad Financiera*, en

el que se analiza la evolución del riesgo, la solvencia y la rentabilidad de las entidades de depósito españolas.

Algunos de los trabajos de análisis e investigación referidos en los párrafos precedentes se han convertido posteriormente en artículos publicados en revistas académicas o en libros especializados. Algunas de las revistas en las que han aparecido dichos artículos durante 2004 son *Journal of Monetary Economics*, *Journal of Financial Intermediation*, *Journal of Financial Services Research*, *European Economic Review*, *Public Finance Review*, *European Financial Management*, *European Journal of Political Economy*, *Journal of Money Credit and Banking*, *Economic Journal*, *Spanish Economic Review* e *Investigaciones Económicas*.

## **5 Supervisión y regulación bancaria**

### 5.1 ACTUACIONES SUPERVISORAS

A 31 de diciembre de 2004, se encontraban bajo la supervisión del Banco de España un total de 491 entidades de diversa naturaleza, de las que 348 eran entidades de crédito, según puede verse en el cuadro 6.1. Como supervisor en base consolidada de los grupos que tienen como cabecera una entidad de crédito española, el Banco es supervisor, además, de 138 entidades financieras extranjeras.

Tal como se explica con más detalle en la *Memoria de la Supervisión Bancaria*, que el Banco de España publica anualmente, el año 2004 se ha caracterizado por el desarrollo de importantes cambios normativos, con gran incidencia en la práctica supervisora, que han requerido un notable esfuerzo formativo y de análisis. Dicho esfuerzo ha debido hacerse compatible con el perfeccionamiento de las herramientas de supervisión ya existentes y, desde luego, con la tarea ordinaria de supervisión de las entidades a cargo del Banco.

Cabe decir que, tras algunos años de experiencia, la metodología de supervisión basada en el perfil de riesgos está plenamente implantada. El Banco de España está haciendo esfuerzos por extender a todas las entidades españolas, con independencia de su tamaño y complejidad, una «cultura de gestión del perfil de riesgo» común, enraizada en las prácticas internacionales más desarrolladas y, desde luego, inspiradora de los cambios normativos en curso. Con tal fin, sin dejar de lado los aspectos relativos al cumplimiento de la normativa vigente en cada momento, los escritos, consejos y recomendaciones del Banco inciden cada vez más en buenas prácticas de gestión y control, que deben ser implantadas por las propias entidades.

Las actuaciones de supervisión del año 2004 se tradujeron en la emisión de 110 escritos de recomendaciones y requerimientos, que contenían 486 observaciones sobre distintos aspectos. El desglose por tipo de entidad de dichos escritos se recoge en el cuadro 6.2.

Los 486 requerimientos y recomendaciones citados se referían, en un alto porcentaje, a la gestión del riesgo de crédito, su control y aspectos contables relacionados con el mismo, algo natural dado el peso específico del riesgo de crédito en los balances bancarios. No obstante, también se han requerido u observado cuestiones en relación con muchos otros temas, entre ellos: gestión y control de riesgos de mercado o de posición, tal como de interés o liquidez general, cumplimiento puntual de las reglas contables de imputación de ingresos y gastos, constitución de fondos especiales, necesidad de reforzar la auditoría interna, cumplimiento de normativa en general, como, por ejemplo, la reguladora de las declaraciones a la Central de Información de Riesgos, etc. Para las entidades supervisadas que no tienen carácter de entidad de crédito, se han formulado observaciones relacionadas con sus requisitos propios de homologación, además de las generales sobre control de riesgos, en tanto les sean aplicables.

	31.12.2004
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO</b>	<b>348</b>
Bancos	75
Cajas de ahorros	47
Cooperativas de crédito	85
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	61
Establecimientos financieros de crédito	79
Entidades de crédito oficial	1
<b>OTRAS ENTIDADES</b>	<b>143</b>
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	24
Establecimientos de cambio	58
Sociedades de tasación	61

### ESCRITOS DE REQUERIMIENTOS Y RECOMENDACIONES A ENTIDADES SUPERVISADAS

	2004
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO</b>	<b>87</b>
Bancos	35
Cajas de ahorros	16
Cooperativas de crédito	27
Sucursales de entidades de crédito extranjeras	2
Establecimientos financieros de crédito	7
<b>OTRAS ENTIDADES</b>	<b>23</b>
Sociedades de garantía recíproca y reafianzamiento	4
Establecimientos de cambio	13
Sociedades de tasación	6

A lo largo de 2004, no se han producido episodios que hayan requerido la adopción de ninguna de las medidas cautelares previstas en la legislación con respecto a alguna entidad de crédito, aunque sí se ha producido el desarrollo con reseñable éxito del proceso iniciado el año anterior con la intervención de Eurobank del Mediterráneo, SA. La continuación del procedimiento judicial de suspensión de pagos ha permitido confirmar la existencia de activos suficientes para hacer frente a los compromisos ante los acreedores, haciendo posible en 2005 la devolución de la deuda pendiente más los intereses pactados, lo cual respalda la decisión adoptada en julio de 2003 por el Banco de España.

A finales de 2004, como hecho relevante, se produjo la toma de control, por parte de una gran entidad española, el Grupo Santander Central Hispano, de una de las más señaladas entidades financieras británicas, especializada en financiación hipotecaria, el Abbey National Bank, a su vez cabecera de un grupo significativo. Con independencia de su indudable trascendencia, por el significativo impacto en el volumen de activos de uno de los principales grupos sujetos a la supervisión del Banco de España, la operación es altamente relevante, por cuanto es, salvo los precedentes de la actividad en Portugal, la primera gran adquisición realizada por un banco español en el ámbito de la Unión Europea —aunque los bancos españoles están presentes, desde hace tiempo, en otros mercados de la UE, sus grandes inversiones se concentraban hasta la fecha en Latinoamérica—. .

En esta operación han entrado en juego, por tanto, los mecanismos de cooperación entre supervisores previstos en la normativa comunitaria, mecanismos destinados a reforzarse significativamente tras las reformas en curso. El grupo resultante es relevante tanto en el mercado de origen, España, como en el de destino, el Reino Unido, lo que plantea indudables retos a los supervisores encargados, el Banco de España a nivel consolidado y como supervisor local español, y la Financial Services Authority como supervisor local británico.

## 5.2 ACTIVIDAD SANCIONADORA

Por lo que respecta a los *expedientes sancionadores incoados* durante el año 2004, procede señalar que se han abierto 13 expedientes a entidades o personas físicas supervisadas y 20 expedientes a administradores o directivos de las mismas. En particular, y atendiendo a la distinta tipología de entidades objeto de supervisión, puede ponerse de relieve que se han incoado procedimientos disciplinarios a 1 sociedad de tasación, a 4 establecimientos de cambio de moneda, a 2 establecimientos de cambio no autorizados (una entidad y una persona física), a 1 entidad que realizaba actividades reservadas a las entidades de crédito y a 1 entidad que utilizaba una denominación reservada a las entidades de crédito. Por último, también se han incoado y tramitado 4 expedientes por incumplimiento del coeficiente de reservas mínimas del BCE.

Por otra parte, y por lo que se refiere a los *expedientes sancionadores resueltos* a lo largo del año 2004, cabe decir que durante ese período se han resuelto por parte del Banco de España un total de 22 expedientes sancionadores a entidades supervisadas y 60 expedientes seguidos contra administradores o directivos de las mismas. En cuanto al tipo de infracciones apreciadas en los expedientes tramitados y resueltos en este período, circunstancia que guarda, normalmente, una relación directa con la complejidad en su gestión y tramitación, se han impuesto, por parte de las autoridades competentes, por un lado, sanciones a entidades supervisadas por la comisión de 16 infracciones muy graves, 73 graves y 14 leves, y, por otro, a los administradores y directivos de las mismas, sanciones por la comisión de 61 infracciones muy graves y 199 graves. Asimismo, se han impuesto 4 sanciones derivadas de incumplimiento del coeficiente de reservas mínimas del BCE, 1 sanción como consecuencia de la realización de actividades reservadas a las entidades de crédito, 1 sanción por la utilización de denominaciones reservadas a las referidas entidades y, por último, 1 sanción por la realización de actividades de cambio de moneda sin autorización.

Asimismo, y por su íntima relación con los procedimientos sancionadores con los que guardan un evidente paralelismo, debe señalarse que en el año 2004 se incoaron 183 *expedientes de revocación de la autorización* para el ejercicio de la actividad profesional de cambio de moneda extranjera en establecimiento abierto al público, por inactividad de los expedientados. De los anteriores, durante el ejercicio de 2004, 61 fueron resueltos, acordándose la revocación de la autorización, mientras que en 2 casos se acordó la no procedencia de la referida revocación.

Las sanciones por *infracciones muy graves* se han apreciado, en el caso de *entidades de crédito*, por conductas relativas a la insuficiente dotación de las provisiones para insolvencias, al mantenimiento de unos recursos propios inferiores a los exigidos por la normativa, a incumplimientos del deber de veracidad informativa debida a los depositantes y al público en general y, por último, a la resistencia a la labor inspectora. En este punto debe significarse que, a la vista de las gravísimas circunstancias concurrentes en uno de los expedientes resueltos, se acordó la imposición de la sanción de retirada de la autorización para el ejercicio de la actividad como entidad de crédito.

En el caso de *sociedades de tasación*, las conductas infractoras calificadas como muy graves han venido referidas fundamentalmente a incumplimientos de distintos requisitos de homolo-

gación previstos en la normativa de aplicación, referentes a la exigencia de capitales mínimos (no contar con el porcentaje mínimo de capital íntegramente desembolsado, es decir, mantener unos fondos propios inferiores a la exigencia de dicho capital mínimo desembolsado), no contar con una organización y medios y sistemas de control interno adecuados, no tener asegurada frente a terceros la responsabilidad civil que pudiera derivarse de su actividad de tasación, no haber limitado estatutariamente su objeto social a la valoración de todo tipo de bienes, empresas o patrimonios, y no contar con el número mínimo de profesionales exigidos en la normativa. Por último, se sancionó el incumplimiento de los requisitos de titulación profesional requerida a los firmantes de informes y certificados de tasación. Debe igualmente llamarse la atención por el hecho de que, en uno de los expedientes seguidos contra una sociedad de tasación, la especial gravedad de las conductas sancionadas determinó que se acordara la imposición de la sanción de pérdida definitiva de la homologación para prestar servicios de tasación.

Finalmente, se impusieron a distintas personas físicas y jurídicas, accionistas de una entidad de crédito, un total de 3 sanciones por infracciones muy graves, derivadas de la adquisición o incremento de participaciones significativas en el capital de una entidad de crédito, contraviniendo lo dispuesto en el Título VI de la Ley 26/1988.

Las sanciones por *infracciones graves* abarcan un heterogéneo abanico de conductas infractoras, que dependen en gran medida de la naturaleza de la entidad expedientada, si bien puede advertirse que una parte sustancial de las mismas guardan una estrecha relación con la solvencia de las entidades, con la adecuación técnica del desarrollo de su actividad a la normativa aplicable, con la transparencia en la relación con sus clientes y con la adecuada remisión de información al Banco de España, como elemento fundamental de la actuación supervisora.

### 5.3 CAMBIOS NORMATIVOS

En lo que se refiere a las normas de ordenación y disciplina a las que quedan sujetas las entidades de crédito y otros intermediarios financieros, las principales novedades legislativas se situaron en el área de regulación contable de entidades de crédito y ahorro.

El Banco de España aprobó el 22 de diciembre de 2004 la Circular 4/2004, sobre Normas de Información Financiera Pública y Reservada y Modelos de Estados Financieros. Esta Circular, al igual que anteriormente la Circular 4/1991, regula las cuentas anuales y demás información financiera a publicar por las entidades de crédito y sus grupos, así como toda la información financiera que deben remitir las entidades al Banco de España para facilitar sus funciones supervisora y estadística. Los nuevos criterios contables, que son idénticos para toda la información financiera individual y consolidada, tanto pública como reservada, son compatibles con los de las NIIF adoptadas en la Unión Europea, aunque, con carácter general, se ha reducido el número de criterios alternativos que permiten dichas normas, optando por aquellos que reflejan el perfil más prudente desde la óptica supervisora; esta circunstancia evita la denominada dualidad contable, pues las entidades no necesitan aplicar criterios diferentes en la confección de su información financiera. La Circular impulsa de manera significativa la transparencia de las entidades de crédito, con el fin de fomentar el papel que la disciplina de mercado puede desempeñar en una administración prudente de las mismas.

La Circular 4/2004, al igual que su predecesora, la Circular 4/1991, también regula toda la información, excepto la relacionada con la balanza de pagos y los tipos de interés, que deben enviar al Banco las entidades de crédito para la elaboración de las cuentas financieras y demás estadísticas sobre el sector crediticio y la economía española, así como para atender a los requerimientos estadísticos de la Unión Europea y del BPI.

Al margen de este, los principales cambios normativos acontecidos en el ámbito nacional, la mayoría de carácter predominantemente técnico, han sido:

- en el ámbito de la solvencia de las entidades de crédito, y en lo que, en particular, se refiere a las cajas de ahorros, se ha producido el desarrollo del régimen sustantivo de las cuotas participativas<sup>1</sup>, centrado, principalmente, en el régimen de emisión, negociación, valoración, retribución y amortización anticipada de las cuotas;
- en el marco de la supervisión prudencial, se ha modificado el régimen de la Central de Información de Riesgos del Banco de España<sup>2</sup>, con objeto de facilitar tanto el adecuado ejercicio de las facultades de supervisión en base consolidada, como el intercambio de datos con otras Centrales de Riesgo europeas, además de precisar el ejercicio de los derechos de los titulares relativos al acceso, rectificación y cancelación de los datos a ellos referidos.

Entre la regulación no específicamente financiera que incide especialmente en la organización o funcionamiento de las entidades crediticias, cabe distinguir aquella que, en desarrollo de la Ley 26/2003, de 17 de julio, ha seguido fomentando la transparencia de las entidades cotizadas y emisoras de valores negociados en mercados secundarios oficiales<sup>3</sup>.

En cuanto a la normativa de ámbito comunitario, 2004 no ha sido un año especialmente prolífico en cuanto a regulación financiera y, en especial, crediticia. Tan solo merecen ser destacadas de forma genérica distintas iniciativas adoptadas en orden a identificar y prevenir prácticas abusivas de mercado, así como a conseguir una mayor transparencia de este y una más efectiva protección de los inversores.

#### 5.4 PROGRAMA DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO DE ESPAÑA

En el último trimestre del año, el Banco de España participó, bajo la coordinación general de la Secretaría de Estado de Economía, en los trabajos de lanzamiento del Programa de Evaluación del Sistema Financiero de España que, a invitación del Ministerio de Economía y Hacienda, ha de llevar a cabo el FMI en el curso del año 2005.

Este Programa de Evaluación, conocido internacionalmente como FSAP (Financial System Assessment Program), es una metodología desarrollada por el FMI y el Banco Mundial para apreciar la estabilidad de los sistemas financieros nacionales y, eventualmente, para mejorarla, a través de la aplicación de las medidas correctoras de las debilidades que el ejercicio haya podido poner de manifiesto.

El programa consiste, en esencia, en pasar revista al estado de los tres pilares sobre los que descansa la estabilidad de todo sistema financiero y a su efecto conjunto. El primer pilar lo constituye un entorno jurídico e institucional adecuado para el ejercicio de la actividad financiera; el segundo, un entorno de regulación y supervisión sólido de las entidades que constituyen los bloques del sistema financiero; el tercero, el conjunto de riesgos significativos, de tipo macroeconómico principalmente, que las entidades financieras han de gestionar y cuya

---

1. Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros. 2. Orden ECO/697/2004, de 11 de marzo, y Circular del Banco de España 1/2004, de 29 de junio. 3. Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades; Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores; y Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre, sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

cuantificación en términos de impacto sobre la solidez del sistema se lleva a cabo mediante la realización de ejercicios de estrés de diversos tipos.

Aunque el inicio del programa ha tenido lugar en el último trimestre, el Banco ha desarrollado una actividad intensa de preparación desde el año 2003, basada en la autoevaluación, con arreglo a la metodología definida al efecto por el FMI, del desempeño de las competencias que en materia de regulación y supervisión de entidades, mercados o infraestructura financiera le ha encomendado la legislación vigente.

## 6 Funciones operativas

### 6.1 LA GESTIÓN DE LOS ACTIVOS

Los bancos centrales son responsables de la instrumentación de la política monetaria. En el área del euro, esta actuación se lleva a cabo de manera coordinada entre el BCE y los bancos centrales nacionales; aquel toma las decisiones de política monetaria, y estos materializan las operaciones consiguientes de oferta de liquidez con las entidades de crédito. En esta actuación, durante el ejercicio 2004, el Banco de España gestionó en su demarcación las subastas de liquidez convocadas por el Eurosistema, recibiendo las peticiones de las entidades de crédito y elaborando las listas ordenadas por tipo de interés. Continuó formalizando las pólizas de pignoración de las garantías presentadas por el sistema bancario e instrumentando las operaciones de préstamo y acuerdos de recompra (*repo*) con las contrapartidas, que se derivaron de los resultados de las subastas.

En el verano del pasado ejercicio, las operaciones principales de financiación del Eurosistema pasaron a instrumentarse con una cadencia semanal y a un plazo de siete días, subastándose los importes todos los martes y formalizándose las operaciones los miércoles. Los saldos medios de préstamo concedido por el Eurosistema a las entidades españolas alcanzaron un importe de 23.030 millones de euros.

A lo largo del año 2004 continuó la extensa expansión de la demanda de los billetes en euros y no se realizó ninguna intervención del Eurosistema en los mercados de divisas. Ambos factores proporcionaron el sustrato para una gestión más activa y con una visión más «a medio plazo» de los activos interiores y exteriores del Banco de España. Durante el ejercicio 2004, el Banco emisor ha reducido sus tenencias de activos en moneda extranjera, con la finalidad de disminuir su exposición al riesgo cambiario, y ha aumentado, en correspondencia, sus inversiones en bonos en euros, constituyendo una cartera de renta fija que, al cierre del ejercicio, se situaba en el entorno de 30.000 millones de euros.

### 6.2 LA GESTIÓN DE LOS SISTEMAS DE PAGOS

El Banco de España gestiona directamente el sistema bruto de pagos al por mayor denominado Servicio de Liquidación del Banco de España, que es uno de los componentes del sistema TARGET, núcleo operativo básico del SEBC. Administra, asimismo, el Sistema Nacional de Compensación Electrónica, que es el procedimiento por donde discurre la totalidad de los pagos al por menor y en el que se han intercambiado durante el año 2004 un total de 1.230 millones de operaciones en forma de transferencias, cheques, pagarés, efectos de comercio y adeudos domiciliados.

A lo largo del ejercicio pasado, se han debatido y aprobado cambios profundos en la organización de ambos sistemas. El Consejo de Gobierno del BCE acordó modificar el esquema descentralizado de TARGET y concentrar las operaciones en un núcleo informático central, que acumulará la liquidez de las cuentas corrientes de las entidades de crédito en todos los países de la Unión Europea. Una vez concentrada la liquidez en este punto central, será posible proporcionar un conjunto de nuevos servicios al sistema bancario, como una facilidad central de información sobre la liquidez en euros de las organizaciones bancarias en Europa y un procedimiento centralizado de liquidación de los mercados financieros del área. En el

año 2004, se aprobaron las características concretas del sistema y se remitió al sistema bancario el cuaderno de especificaciones técnicas del proyecto. En estos momentos, se está trabajando en los desarrollos informáticos de la plataforma central; a lo largo del ejercicio 2006 se realizarán las pruebas correspondientes con el sistema bancario, y se prevé que, en los primeros días del año 2007, el nuevo sistema entrará en funcionamiento, estando programada una incorporación de la comunidad bancaria española para la primera quincena del mes de marzo de dicho ejercicio.

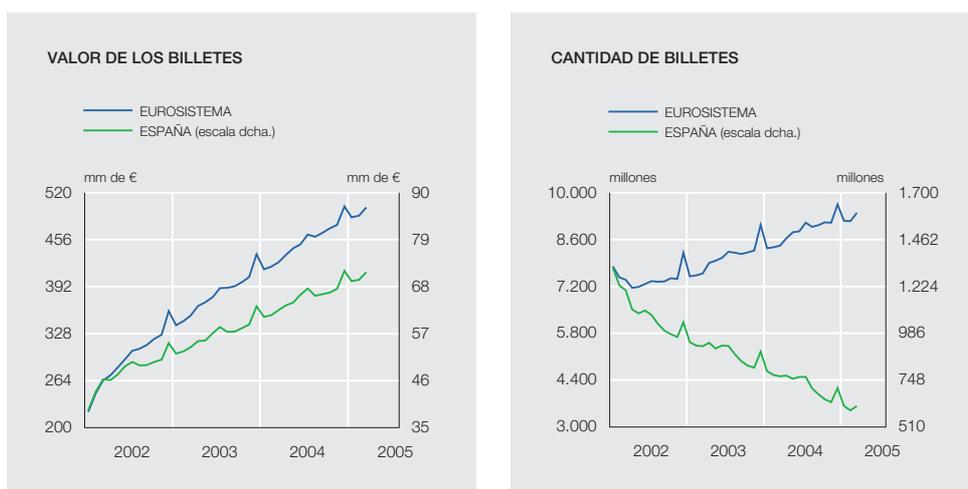
En el ámbito de los pagos al por menor, está debatiéndose a nivel comunitario un proyecto para la creación de un Área Única de Pagos en Europa, a la que habrá de incorporarse el sistema bancario español, lo que comportará la reforma del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. A finales del año 2004, el Parlamento español aprobó las modificaciones legislativas necesarias para crear una nueva sociedad, denominada Sociedad Española de Sistemas de Pago, SA, encargada de administrar el Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Esta nueva sociedad ha de tomar las decisiones institucionales que se requieren para incorporar la comunidad bancaria española y los sistemas de pagos al por menor al proyecto europeo de Área Única de Pagos.

### 6.3 LA GESTIÓN DE LOS BILLETES

Como parte integrante del Eurosistema, en el año 2004, el Banco de España ha llevado a cabo sus tareas de emisión y retirada de billetes en euros. España es un país receptor de turistas, que llegan a nuestro mercado con tenencias importantes de billetes en euros —normalmente de baja denominación— para liquidar sus gastos en la adquisición de bienes y servicios. Como resultado de esta entrada neta de billetes puestos en circulación por otros bancos centrales del Eurosistema, al término del tercer año de vigencia del euro, el saldo neto de billetes de baja denominación emitidos por el Banco de España se ha situado en importes negativos en los valores de 20 euros y de 10 euros, y prácticamente ha desaparecido en la denominación de 5 euros. Por el contrario, la emisión neta de billetes de alta denominación ha avanzado con normalidad. De acuerdo con esta tendencia desigual en ambos conjuntos, el valor de los billetes en euros puestos en circulación por el Banco de España durante el año 2004 registró tasas de variación situadas en el entorno del 15%, no tan intensas como las que se observaron en el Eurosistema, que alcanzaron el 18%. Por el contrario, el número de billetes emitidos por el Banco de España descendió a lo largo de 2002, 2003 y 2004, como puede observarse en el gráfico 6.1.

En el ejercicio 2004 han continuado realizándose las labores de entrega, retirada y selección de billetes en euros, que constituyen el núcleo básico de los trabajos de emisión de un banco central, que debe velar por la calidad del efectivo circulante en su mercado. En el transcurso del ejercicio pasado, el Banco de España entregó al sistema bancario 1.680 millones de billetes de las distintas denominaciones y recogió 1.857 millones de unidades. Estas cifras brutas están en consonancia con el descenso del número de billetes en circulación que se ha indicado en el párrafo anterior. A lo largo de los doce meses del pasado ejercicio, el Banco de España seleccionó 1.900 millones de billetes procedentes del sistema bancario, inutilizando 700 millones, a la vista de su deterioro, y dejando listos para volver a ser puestos en circulación 1.200 millones de unidades.

El Banco emisor realiza estas mismas labores de puesta en circulación y retirada respecto a las monedas emitidas por el Tesoro español, actuando como su agente financiero. En el ejercicio del año 2004, el Banco de España puso en circulación, por cuenta del Tesoro, 1.800 millones de piezas, y retiró de la circulación 300 millones de monedas, incrementándose, en consecuencia, la circulación de monedas del Tesoro en, aproximadamente, 1.500 millones de piezas. Todos los valores faciales tuvieron incrementos a lo largo del ejercicio, pero estos fueron especial-



CANJE DE PESETAS POR EUROS

CUADRO 6.3

Período	Billetes		Monedas	
	Millones unidades	Importes (millones de euros)	Millones unidades	Importes (millones de euros)
Circulación (31.12.2001)	1.379	46.228	11.684	2.522
Canje 2002	1.307	44.937	5.735	1.579
Canje 2003	5	132	87	19
Canje 2004	2	76	38	7
Circulación (31.12.2004)	65	1.080	5.824	918

mente notables en las monedas de menor valor facial, de 10, 5, 2 y 1 céntimos de euro.

En 2004 continuó, asimismo, el canje de billetes y monedas de peseta, que va suponiendo cuantías cada vez más reducidas, como puede observarse en el cuadro 6.3, que detalla los importes canjeados en los tres últimos ejercicios.

## 7 Estadísticas

### 7.1 LA FUNCIÓN ESTADÍSTICA DEL BANCO DE ESPAÑA

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 y Dirección General de Seguros). Las que se elaboran y difunden en el marco del Plan Estadístico Nacional (PEN) son la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional, las Cuentas Financieras de la Economía Española y la Encuesta Financiera de las Familias. Además, el Banco de España compila 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. Las estadísticas citadas se publican en el *Boletín Estadístico* y en publicaciones monográficas, y se difunden también en el sitio web del Banco de España en Internet.

Además, el Banco compila, por medio de su Central de Información de Riesgos, 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 las propias entidades declarantes en la concesión y seguimiento de sus riesgos y, junto con la relativa a los estados contables de las entidades de crédito, por el propio Banco de España, como fuente de trabajos derivados de sus funciones supervisora y estadística, manteniendo la confidencialidad de los datos individuales.

Por otra parte, los servicios del Banco de España son usuarios de las estadísticas producidas por el resto de las agencias y supervisores nacionales e internacionales, en algunos casos con el fin de completar sus estudios sobre la financiación de las diversas agrupaciones institucionales, y, en general, para poner estas informaciones a disposición de los analistas del propio Banco y de los estudiosos en general, con indicación de la fuente, cuando esta no es el propio Banco de España. Estas actividades se completan con la activa participación de representantes del Banco de España en los foros estadísticos internacionales (en el ámbito del SEBC, la Comisión Europea —es decir, Eurostat—, Comité Europeo de Centrales de Balances, el FMI, el BPI, etc.), y en el mantenimiento de bancos y bases de datos, que posibilitan el estudio de la evolución en el tiempo de todas las variables.

## 7.2 PRINCIPALES NOVEDADES DURANTE 2004

### 7.2.1 Estadísticas de instituciones y mercados financieros y de tipos de interés. Cuentas financieras

En el ámbito de las estadísticas recogidas en el PEN, tienen especial interés las siguientes:

1. La publicación de la Encuesta Financiera de las Familias Españolas, que es la única fuente estadística en España que permite relacionar las rentas, los activos (financieros y no financieros) y el gasto de cada unidad familiar.
2. La difusión de detalles adicionales en la estadística de deuda pública según el Protocolo sobre el Déficit Excesivo, en el marco de las iniciativas para dotar de mayor transparencia y valor analítico a las estadísticas en este terreno.

Respecto de los trabajos que se llevan a cabo en el marco del SEBC, cabe destacar:

1. Los relacionados con el seguimiento y revisión de los Reglamentos sobre el Balance de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) y los Tipos de Interés aplicados (mejoras de calidad, registro y sanción de los incumplimientos por las unidades informantes, preparación de detalles adicionales a los hasta ahora requeridos, etc.).
2. Los encaminados a la implantación de la Base de Datos Centralizada de Valores (Centralised Securities Data Base, CSDB), que permitirá disponer de información valor a valor de las características más relevantes de todos los valores emitidos por las distintas agrupaciones institucionales de los países de la UE y de los de mayor negociación en los mercados internacionales de los valores emitidos por residentes en terceros países.
3. La promulgación de dos nuevas Orientaciones, una relativa a las Cuentas Financieras de la Unión Monetaria (MUFA) y otra a las Estadísticas de las Finanzas Públicas, y el inicio de los trabajos para la producción regular de estadísticas sobre las Otras Instituciones Financieras (OFI).
4. Los preparativos para permitir el acceso simultáneo durante 2005 a determinadas estadísticas de la zona del euro, con el detalle de la aportación de cada uno de los Estados miembros al agregado de la zona.

5. Por último, y en lo que respecta a las Cuentas Financieras Trimestrales de la Economía Española (CFEE) en términos del SEC 95, durante 2004 se ha ampliado la serie histórica previa (1995-2003) hasta el año 1990, de forma que se dispone ahora de una serie trimestral 1990-2004.

#### 7.2.2 Estadísticas de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional

Las principales novedades en este campo han sido las siguientes:

1. La contribución española a la Presentación Monetaria de la Balanza de Pagos mensual de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y a la publicación de datos desglosados geográficamente de la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de la UEM. La presentación monetaria comenzó a publicarse trimestralmente en 2003 y ha pasado a difundirse con periodicidad mensual durante 2004. La publicación de datos desglosados geográficamente ha comenzado a realizarse durante 2004.
2. La incorporación a la elaboración de la Posición de Inversión Internacional de los nuevos datos de valores negociables recogidos valor a valor, lo que ha supuesto compilar la rúbrica de Inversión de cartera de dicha estadística a partir de datos de saldos valorados a precios de mercado, mejorando el anterior procedimiento de acumulación de flujos.
3. La puesta en marcha de procedimientos de contraste de los datos de Inversión Directa con los del Registro de Inversiones de la Secretaría de Estado de Turismo y Comercio, que han conducido, ya en 2005, a la firma de un convenio de colaboración, que permitirá mejorar la calidad de los datos de dicha rúbrica en la Balanza de Pagos y en la Posición de Inversión internacional.

#### 7.2.3 Resultados de las sociedades no financieras según la Central de Balances

Durante 2004, la Central de Balances ha dedicado importantes recursos, por un lado, a mejorar el procedimiento de cálculo de la tasa de descuento, a partir de la cual se estima el valor a precios de mercado de las acciones emitidas por sociedades no financieras no cotizadas, y, por otro, a actualizar las tasas de depreciación del *stock* de capital; a adaptar las bases de la Central para facilitar su integración como fuente en el proceso de elaboración de las cuentas financieras del sector sociedades no financieras en las CFEE, y a colaborar con la Asociación XBRL España, en lo relativo a taxonomías contables y la implantación, nacional e internacional, de las nuevas Normas Internacionales de Información Financiera o NIIF, tema ligado a la adopción del lenguaje XBRL (Xtensive Business Reporting Language).

Por otra parte, la base de datos anual (CBA), y la trimestral (CBT), constituidas a partir de la colaboración voluntaria de las empresas, han consolidado la recepción de cuestionarios de más de 8.000 empresas medianas y grandes (cuyo valor añadido bruto es, aproximadamente, el 34% del total del sector) y de más de 800 grandes empresas (cuya cobertura es próxima al 15%), respectivamente. La base constituida a partir de las pequeñas empresas facilitadas a la Central de Balances por los Registros Mercantiles con datos coherentes supera ya las 250.000 empresas (cobertura de alrededor del 12%).

#### 7.2.4 Introducción del lenguaje XBRL para la recepción de datos de instituciones financieras

El Banco de España ha continuado con la introducción del lenguaje XBRL para la remisión de la información financiera que envían las entidades financieras al Banco de España. En este sentido, después del satisfactorio ensayo realizado con las sociedades de tasación, se ha decidido extender el uso de dicho lenguaje a la información pública que deberán rendir las entidades de crédito con los nuevos formatos públicos, a partir de los datos de 30 de junio de 2005; para ello, el Banco ha creado un grupo de trabajo para desarrollar la necesaria

taxonomía. La experiencia se ha limitado en principio a un grupo seleccionado de entidades, con el objeto de ampliarlo con posterioridad al resto de entidades y de estados financieros.

#### 7.2.5 Central de Información de Riesgos

La Circular del Banco de España 1/2004, de 29 de junio, modificó la Circular 3/1995, de 25 de septiembre, sobre la Central de Información de Riesgos. La principal modificación introducida consiste en la forma de declarar los datos. Así, las declaraciones de datos de los titulares y las declaraciones de los riesgos se transmitirán separadamente al Banco de España, y no de forma conjunta como hasta ahora, para conseguir mayor agilidad y calidad en los procesos de depuración de datos. Además, estos se amplían para mejorar el proceso de identificación de titulares, obtener nueva información y facilitar el intercambio de datos con las Centrales de Riesgos Europeas.

Adicionalmente, la reforma tiene por objeto permitir la utilización óptima de las nuevas tecnologías informáticas, a los efectos de mejorar la fiabilidad y disponibilidad de los datos tanto por parte de el Banco de España como por parte de los titulares y entidades declarantes. Todo lo anterior se enmarca dentro del ámbito de protección de los derechos de los titulares relativos al acceso, rectificación y cancelación de los datos que se refieran a los titulares, en especial de los de las personas físicas, consagrados en la Ley 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal, y en la propia Ley 44/2002.

### 8 Servicio de Reclamaciones

Durante el año 2004, varias han sido las novedades en el funcionamiento del Servicio de Reclamaciones. En primer lugar, se ha mejorado sustancialmente la presentación de la Memoria, que ahora se divide en dos ejemplares. El primero contiene la información tradicional, mientras que el segundo incorpora una recopilación de la normativa de protección del consumidor bancario, con una ordenación por vocablos para facilitar su consulta. Se continúa así con la labor de acercamiento al usuario de servicios financieros del conocimiento de sus derechos en materia de contratación bancaria.

Se ha reorganizado el propio Servicio, con objeto de atender no solamente la función, tradicionalmente desempeñada, de resolver las reclamaciones formuladas contra entidades, sino también la resolución de consultas —como nueva competencia del Servicio— y la colaboración, con el Departamento de Regulación del Banco, en la revisión de los Reglamentos de funcionamiento de los Servicios de Atención y Defensores del Cliente, cuya existencia es obligatoria, a tenor de la normativa en vigor.

A este respecto, las consultas —tanto de procedimiento como de fondo— dirigidas al Servicio pueden formularse por vía telefónica, telemática o escrita, procediéndose a su contestación en un plazo muy corto de tiempo. También se han simplificado los procedimientos internos, con el objeto de acortar plazos en la tramitación y resolución de reclamaciones y consultas, en consonancia con las disposiciones sobre la materia.

En concordancia con la intención del Servicio de facilitar al usuario de servicios bancarios un mejor conocimiento de sus derechos, se ha participado, junto a otras dependencias de la Institución, en iniciativas como el Portal del Cliente Bancario, disponible en el sitio web del Banco de España en Internet.

Otra iniciativa a resaltar, dentro del mismo marco de orientación al cliente bancario, ha sido el reforzamiento —con mayores recursos— de la atención telefónica, ofreciendo una información más directa e inmediata al consumidor bancario, e incluso la respuesta a consultas por esta vía.

La labor del Servicio no se reduce a la esfera nacional. Es miembro fundador de la Red *Finnet*, encargada de la resolución de conflictos supranacionales, en el ámbito bancario y de seguros, dentro del espacio económico europeo. Participa, en consecuencia, en el seguimiento del cumplimiento de la normativa comunitaria de protección del usuario de servicios financieros.

Además, en el año 2004, tras producirse la incorporación de nuevos Estados a la Unión Europea, ha colaborado en la homogeneización y puesta en marcha de sistemas de resolución de conflictos extrajudiciales en sus sistemas financieros, manteniendo para ello contactos con la Comisión Europea y con representantes de dichos nuevos Estados miembros. Ha participado igualmente, como miembro, en el Foro Internacional para la Educación y Protección del Consumidor Financiero.

En el área de consultas, los asuntos que se reciben tratan asuntos muy variados, entre los que destacan —por apuntar algunos— las cuestiones centradas en comisiones por traspaso de efectivo; comisiones por amortizaciones anticipadas de préstamos; plazos de devoluciones de recibos y efectos, etc; cuestiones planteadas por asociaciones y agrupaciones de consumidores de distinta índole; y consultas de muy diversa procedencia, planteadas por consumidores bancarios tanto a través del Portal del Cliente Bancario, como por medio de la Unión Europea, que contacta con el Servicio a través de la Red *Finnet*.

Por lo que concierne a las reclamaciones recibidas, el capítulo de operaciones pasivas ha experimentado un significativo incremento, frente a un ligero descenso de las operaciones activas, que tradicionalmente engloban el mayor número de casos, reflejo del cambio que se viene produciendo en la problemática de los consumidores, derivado de la aparición —cada vez con más frecuencia— de operaciones nuevas, complejas y de riesgo, contratos en su mayoría atípicos y carentes de regulación específica. En este capítulo se incide en la necesidad de extremar la transparencia informativa por parte de las entidades, a la hora de formalizar los contratos con sus clientes, a fin de que conozcan las características del producto que están contratando.

Las reclamaciones sobre comisiones y gastos han aumentado en casi todos los capítulos recogidos en la Memoria del Servicio, debido, por una parte, al incremento de las tarifas y, por otra, a su aplicación a servicios que anteriormente se prestaban de forma gratuita. Dentro de este apartado, hay que destacar el aumento en el número de casos presentados por el cobro de comisiones por transferencias transfronterizas, dentro del ámbito de la Unión Europea, consecuencia de la entrada en vigor del Reglamento Comunitario 2560/2001.

Continúa el incremento de casos relativos al uso fraudulento de tarjetas, destacando en este ejercicio aquellos en los que se denuncia una duplicidad de las mismas. El Servicio insiste en la necesidad de establecer claramente en los contratos el límite de responsabilidad aplicable en estos casos, así como las obligaciones asumidas por ambas partes en el devenir de la relación contractual.

Hay que apuntar que persiste el incremento de los casos relativos a la disposición de cuentas de titular fallecido; así como los relativos a banca telefónica y banca por Internet, debido al mayor uso que, de este tipo de productos bancarios, viene haciéndose por parte del público.

## **9 Comunicación externa**

La política de comunicación del Banco de España está orientada a mejorar el conocimiento público de la sociedad sobre sus funciones y actividades, con el objetivo final de garantizar la confianza en el buen funcionamiento del sistema financiero.

## 9.1 RELACIONES CON LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

En el marco de la estrategia general de comunicación del Banco, las acciones específicas con los medios durante 2004 se han encaminado prioritariamente a mejorar la comprensión de los profesionales de la información acerca de dos de los principales desafíos a los que se enfrenta el sistema financiero: la implantación del Nuevo Marco de Capital, conocido como Basilea II, y la adaptación a la regulación bancaria de las nuevas normas internacionales de información financiera.

En este sentido, dentro del programa de formación económico-financiera para profesionales especializados de los medios, se han organizado diversos encuentros informativos centrados en los dos aspectos regulatorios citados, amén de otros en los que se abordaron asuntos de actualidad, como por ejemplo los escenarios de reactivación económica en la zona del euro o la influencia de la política monetaria en la estabilidad de precios.

En consonancia con la creciente presencia del Banco de España en organismos internacionales, se ha prestado especial atención a los contactos con los medios de comunicación extranjeros especializados en materias relacionadas con la regulación y supervisión bancarias. Así, durante 2004, el Gobernador concedió 11 entrevistas a publicaciones internacionales, centradas en su mayor parte en los trabajos sobre el Nuevo Marco de Capital llevados a cabo por el Comité de Basilea, órgano que preside desde 2003.

Además de las comparecencias periódicas del Gobernador ante el Congreso (junio y octubre) y el Senado (noviembre), que constituyen una vía fundamental de difusión de los puntos de vista del Banco sobre la evolución de la situación económica y del sistema financiero, los miembros de los órganos de gobierno del Banco participaron en 2004 en 37 foros públicos de ámbito nacional e internacional, que contaron con una considerable cobertura informativa.

Esta presencia en los medios ha sido también importante con motivo de actos de proyección internacional en cuya organización ha participado directamente el Banco de España, algunos de tanta relevancia como la Conferencia Internacional *Dollars, Debt and Deficits*, organizada en junio en Madrid con el FMI para conmemorar el 60 aniversario de los Acuerdos de Bretton Woods, o la ICBS 2004, organizada de forma conjunta con el BPI en septiembre, también en Madrid (véase sección 3).

También cabe recordar que, con la presencia de SM el Rey, se celebró en el mes de diciembre la entrega del Premio de Economía Rey Juan Carlos, concedido por la Fundación José Cemla Prieto al economista Xavier Sala i Martín.

Igualmente, el Banco de España ha desarrollado un programa específico de comunicación con los medios regionales y locales con motivo de la conclusión del plan de reestructuración de la red de sucursales. En este contexto, se han celebrado encuentros informativos en cada una de las sucursales que dejaron de realizar sus operaciones el 31 de diciembre de 2004 y se han facilitado materiales informativos específicos.

## 9.2 PROGRAMA DE COMUNICACIÓN INSTITUCIONAL

En el año 2004 se han consolidado las actividades de comunicación institucional iniciadas en el año 2003. Además de la implantación de la nueva identidad institucional, el Banco continuó con su programa de visitas de creadores de opinión, cuyo objetivo es fomentar el conocimiento del Banco de España, a través de encuentros informativos del Gobernador y Subgobernador con personas del mundo de la comunicación y de la economía, que visitan la sede social. Además de ello, el Banco recibió la visita de 3.000 ciudadanos que participaron en el programa de visitas guiadas semanales al edificio principal del Banco

de España, que promueven el conocimiento del patrimonio artístico del Banco entre el público.

Durante el primer semestre de 2004, el Banco realizó la implantación de la identidad visual institucional diseñada en el ejercicio anterior por el Estudio de Zimmermann Asociados. A partir de junio de 2004, el Banco de España comenzó a utilizar la nueva imagen, habiéndose producido una adaptación muy satisfactoria a la misma.

Por otra parte, el Banco de España, como institución pública comprometida con la información y la educación de los ciudadanos y usuarios, desarrolla diversas herramientas de formación, utilizando canales de comunicación directa con el público, entre los que se da preferencia al sitio web en Internet, por su eficiencia, accesibilidad y coste.

Para ello, se realizó por primera vez una encuesta para medir el conocimiento que del Banco de España tienen los ciudadanos y las actitudes hacia él. El estudio demoscópico consistió en una entrevista personal domiciliaria a una muestra de 2.000 residentes en España y constituye un elemento estratégico para el diseño de un plan de comunicación con el público, que previsiblemente se repetirá en un futuro.

En 2004, además del programa de mejora continua de los contenidos y accesibilidad del sitio web del Banco de España en Internet, se trabajó intensamente en el Portal del Cliente Bancario, destinado a ofrecer a los usuarios de banca información práctica y orientación en la contratación de productos y servicios bancarios.

Asimismo, para promover el conocimiento que el público tiene de la misión de un banco central y, en especial, del Banco de España, se está desarrollando, en colaboración con IBM y la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense de Madrid, un área pedagógica sobre el dinero y la estabilidad financiera, y sobre los precios y el sistema de pagos, destinada al público joven, que se alojará en el sitio web de Internet. Se prevé que esta área, que fomentará el conocimiento a través del entretenimiento y de juegos de simulación, sirva de plataforma para la posterior creación de un programa de formación básica para jóvenes.

Además de las iniciativas propias, el Banco de España, como banco central nacional, difunde información sobre el euro y sobre la política monetaria del Eurosistema, y colabora activamente con el BCE en dar información a los diferentes estamentos sociales y en la formación de los mismos, a través de las iniciativas impulsadas por el Comité de Comunicación Externa del BCE (ECCO), como es la herramienta formativa para estudiantes sobre la estabilidad de precios.

Durante el ejercicio 2004 se han iniciado también los primeros preparativos del programa conmemorativo del 150 Aniversario del Banco de España, que se celebrará en el año 2006, a partir del 28 de enero, coincidiendo con la fecha de publicación del Decreto de 1856, por el que el Banco Español de San Fernando —fundado en 1782 como Banco Nacional de San Carlos— cambió su denominación por la actual de Banco de España.

Las iniciativas previstas son, entre otras, la emisión de un sello conmemorativo; la realización de dos exposiciones, una sobre el Banco de España y la banca y otra sobre el edificio del Banco de España, que coincidirá con la inauguración del nuevo chaflán; la celebración de una conferencia internacional, con la presencia de banqueros centrales y economistas de prestigio internacional, y un concierto.

En el marco de su pertenencia al SEBC, el Banco de España participa en la definición y ejecución de la política de comunicación del Eurosistema a través de su asistencia al ECCO.

Además de la traducción, distribución y publicación en Internet de las notas informativas emitidas por el BCE, el Banco de España ha contribuido, durante 2004, a la difusión de la misión del Eurosistema y de las decisiones (de política monetaria y sobre otras cuestiones) adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE. Para ello, se han creado en el sitio web del Banco en Internet nuevas secciones que facilitan el acceso a esta información.

Por otra parte, el Banco de España y el BCE han trabajado estrechamente en la organización de actos conjuntos, como la Conferencia del vicepresidente del BCE, Lucas Papademos, en la sede del Banco con motivo de la concesión del Premio Germán Bernácer, o las exposiciones sobre el diseño de los billetes en euros celebradas en Tenerife y Gran Canaria en mayo y junio de 2004.

## 10 Organización y administración interna

### 10.1 REESTRUCTURACIÓN DE SUCURSALES

En el pasado ejercicio se concluyó el proceso de reestructuración de la red de sucursales, que ha implicado el cierre de treinta centros, diez por año, a lo largo del período 2002-2004. La red ha quedado definitivamente configurada en las veintidós sucursales actuales, con presencia en todas las comunidades autónomas. Con este proceso se está consolidando una estructura acorde con la pertenencia del Banco de España al Eurosistema, consiguiendo así una red más eficiente. En paralelo, las sucursales han sido dotadas de mayores recursos técnicos y humanos, a la vez que se ha creado un nuevo Servicio de Dirección de Sucursales, integrado en la Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago, con la finalidad de alcanzar una mayor coordinación, que redunde en una mayor calidad de las prestaciones que ofrecen.

### 10.2 POLÍTICAS DE RECURSOS HUMANOS

El plan de renovación y redimensionamiento de la plantilla del Banco de España, llevado a cabo a través de la mencionada reestructuración de la red de sucursales y el plan de prejubilaciones, se completó en 2004. La plantilla a final del año se situó en 2.560 empleados. Si a esa cifra se añaden los procesos de oposición sin concluir a esa fecha, la plantilla teórica a final del año fue de 2.668 empleados, con lo que la reducción neta de plantilla a lo largo del período 2002-2004 fue de 379 empleados. Conviene señalar que se ha incrementado el número de procesos selectivos de personal, pasando de 22 resueltos en el año 2002 a 41 en 2004. Por otra parte, el plan de renovación ha supuesto un rejuvenecimiento de la plantilla, así como un notable crecimiento de los puestos de alta cualificación con relación a los puestos de menor cualificación.

La culminación de la negociación de un convenio colectivo con el acuerdo alcanzado para el período 2002-2004, además de la superación de conflictos planteados y las mejoras individuales de cada empleado, ha abierto el camino para una mayor racionalidad de los costes salariales y ha introducido modificaciones que hacen posible una mayor conciliación de la vida laboral y familiar, al ampliarse los permisos por adopción internacional y flexibilizarse más las posibilidades de reducción de jornada y permisos por lactancia.

En el convenio colectivo firmado se ha introducido una declaración conjunta contra el *mobbing*, o acoso laboral, estableciéndose un catálogo adicional de comportamientos considerados como falta laboral y el procedimiento específico para su instrucción.

Dentro de la política de prevención activa del acoso laboral, se creó una Comisión, constituida al más alto nivel bajo la presidencia del Subgobernador, encargada de la elaboración de pro-

puestas sobre la materia. Los Departamentos de Recursos Humanos y Jurídico, y la representante del Personal en el Consejo de Gobierno tomaron parte activa, como miembros de dicha Comisión, en la implementación de la política antiacoso.

En cuanto a formación y desarrollo de los recursos humanos, se puso en marcha un proyecto global para el desarrollo de competencias, que incluyó, entre otros, un Programa de Alta Dirección, Talleres en Habilidades de Mandos Intermedios, Curso de Documentación, Trabajo y Equipo, etc. Esos programas se han segmentado para distintos colectivos: directores de Departamento, gestores de equipos y otros colectivos que no gestionan personal a su cargo. En el primero de estos niveles, el de directores de Departamento, se abordaron contenidos relacionados con la dirección de personas, liderazgo transformador, el sistema de mejora permanente, la excelencia en el servicio, visión estratégica, negociación, gestión de proyectos, trabajo en equipo, técnicas de comunicación, etc. También se impartió un curso de formación para la mejora de habilidades en el entorno internacional: se desarrolló, enteramente en inglés, formación para aquellos colectivos directamente relacionados con organismos internacionales, orientándola hacia la mejora de los procesos de negociación en ámbitos internacionales. Asimismo, se ha puesto en marcha un proceso de formación específico dirigido a Técnicos de Alto Potencial, cuya finalidad es reforzar el colectivo de profesionales que representan al Banco de España ante las instituciones europeas e internacionales.

### 10.3 ADMINISTRACIÓN E INMUEBLES

A lo largo del año han continuado a buen ritmo las obras iniciadas en 2003 para la construcción del nuevo edificio, con el que se cerrará el complejo que conforma la sede central del Banco en Madrid, de acuerdo con el proyecto del arquitecto Rafael Moneo, y cuya finalización está prevista para comienzos de 2006.

En este año se han iniciado los trabajos para la restauración integral de las cubiertas de zinc del edificio tradicional en Madrid, que forman parte del patrimonio artístico de este edificio, declarado «bien de interés cultural» con categoría de monumento.

Asimismo, el Banco ha emprendido un ambicioso programa de renovación y actualización de sus instalaciones generales y de protección contra incendios, así como la modernización de sus oficinas, dotándolas de espacios abiertos y diáfanos, lo que supone no solo un aprovechamiento del espacio más eficiente y una reducción de los costes, sino también una mejora de la funcionalidad y del trabajo en equipo, al facilitar la intercomunicación de los grupos de trabajo.

También se ha puesto en marcha un amplio plan para la actualización y ampliación de las instalaciones en las sucursales del Banco, que se extiende a la mejora y adaptación de los garajes para el acceso de los vehículos blindados de transporte de fondos.

En cuanto a la gestión de compras y servicios, se ha finalizado la implantación, en el Departamento de Administración e Inmuebles, de una aplicación informática desarrollada conjuntamente con el Departamento de Sistemas de Información, basada en herramientas de «work flow» y «gestión documental», que ha automatizado los flujos de trabajo reales, tanto de compras y contrataciones de bienes y servicios externos, como de las prestaciones de mantenimiento, facilitando el control de las gestiones, la homogeneización de los procedimientos, las autorizaciones *on line*, el archivo informático de todos los documentos asociados a cada expediente, la agilización de los tiempos de ejecución y, por tanto, la optimización de la gestión, con la consiguiente mejora de la calidad del servicio.

### 10.4 GESTIÓN DOCUMENTAL CORPORATIVA

El Banco de España es una institución con una gran actividad documental, en la que cada día se producen, procesan y reciben un elevadísimo número de documentos que requieren un tratamiento ágil, eficaz y seguro. Por este motivo, en el año 2004 se decidió la implantación

de un sistema documental corporativo que diera una solución flexible, moderna y homogénea al tratamiento de los distintos tipos de documentos que son gestionados diariamente.

A tal fin, durante el año 2004 se realizó una auditoría documental, que permitió descubrir las fortalezas y debilidades de la gestión documental que, de hecho, se venía realizando en las diferentes unidades del Banco, para, posteriormente, evaluar el mejor modelo para la institución.

Tras ese estudio, se procedió a acometer la ejecución del proyecto, para lo cual se optó por la implantación de un nuevo sistema documental corporativo en cuatro unidades administrativas piloto, con una preselección de determinados tipos documentales (entendiendo por tales un documento o conjunto de documentos ligados a un determinado procedimiento administrativo). La selección de los tipos documentales se realizó procurando que fueran diversos y complejos, con miras a permitir su extensión al resto de las unidades del Banco, una vez comprobada la bondad del sistema en las unidades piloto.

Paralelamente se ha creado, dentro de la Secretaría General, el Servicio de Gestión Documental Corporativa, que, en coordinación con el Departamento de Sistemas de Información, articula la implantación del sistema en el Banco y que, una vez finalizada esta primera fase de implantación, deberá prestar los servicios de apoyo, mantenimiento y mejora del Sistema.

El año 2004 ha sido intensivo en proyectos informáticos, como ya se preveía al ser el segundo año de implantación del Plan Director de Sistemas de Información, a 3 años, que empezó en 2003.

En Seguridad Informática se ha realizado el proyecto de PKI (clave pública, clave privada), que permitirá disponer de un sistema de identificación, acceso a aplicaciones y control de acceso, así como incorporar la firma digital y, en el futuro, la factura electrónica. Además, el Banco de España podrá constituirse en entidad certificadora, lo que le permitirá emitir sus propios certificados digitales. También hará posible implantar la tarjeta de identificación de empleados más moderna existente actualmente.

Se ha seguido reformando el Centro de Atención al Usuario, estableciendo nuevos procedimientos, que hacen que, actualmente, el nivel de satisfacción de los empleados sea muy alto, y se ha culminado la renovación tecnológica, alcanzando el objetivo de que los puestos informáticos de los empleados no tengan una vida superior a 4 años, y en los ordenadores portátiles, de 3 años. La dotación de infraestructuras informáticas de último nivel a todas las sucursales del Banco se ha culminado en 2004, de tal forma que han quedado equiparadas a los servicios centrales. En dicha reforma se ha incluido todo el cambio de la red de comunicaciones por otra más moderna y de mayor ancho de banda.

También se ha centralizado todo el almacenamiento del Banco de España, facilitando su gestión y el no tener restricciones a aumentos puntuales del mismo. Se ha finalizado el Portal del Empleado y se han iniciado los portales departamentales donde se podrá compartir información interna.

Entre los proyectos más importantes, hay que destacar la externalización de la Central de Anotaciones de Deuda (CADE) a Iberclear, cumpliendo con la fecha objetivo de fin del año 2004. Se continúa con la reingeniería de la Central de Balances, con la implantación del Plan de Sistemas en la Dirección General de Supervisión, y con la reforma de la Balanza de Pagos.

En conjunto, con Intervención General se ha realizado un estudio sobre la reforma de los sistemas para Contabilidad y Presupuestos, haciendo una evaluación sobre las mejores prácticas y soluciones.

Como parte del objetivo de facilitar el intercambio de información con las entidades financieras, se ha ultimado el diseño de las nuevas redes, conjuntamente con las entidades, para proceder a acometer su implantación en el año 2005. Así mismo, se ha seguido avanzando en la implantación del estándar XBRL de intercambio de *reporting* financiero, se lidera la Asociación XBRL España, y se han lanzado ya proyectos reales, que se completarán en el año 2005.

Finalmente, se ha terminado un plan de contingencias informáticas para aplicaciones distribuidas, que se implantará para la totalidad de aplicaciones del Banco en 2005, teniendo respaldados el 100% de aplicaciones y datos en caso de desastre, y se ha puesto en marcha el Plan de Gestión de Continuidad del Banco, con base en las prácticas recomendadas por Basilea II.

#### 10.6 AUDITORÍA INTERNA

La Auditoría Interna, conforme al Estatuto aprobado por la Comisión Ejecutiva el 28 de noviembre de 2001, tiene por objeto evaluar los riesgos inherentes a las actividades del Banco de España y la eficacia y eficiencia de los sistemas establecidos para su gestión y control.

La función de auditoría interna es ejercida por el Departamento del mismo nombre, que depende directamente del Gobernador. Adicionalmente, el Departamento de Auditoría Interna debe prestar a la Comisión de Auditoría del Consejo de Gobierno toda la colaboración que esta requiera y facilitarle la información que precise.

Este Departamento, 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, autorizado por el Subgobernador el 17 de diciembre de 2004, dando cuenta a la Comisión Ejecutiva del mismo día.

La actividad auditora del Departamento se establece mediante un Plan Anual que es aprobado por el Gobernador o el Subgobernador, dando cuenta a la Comisión Ejecutiva. Conforme al Plan 2004, el Departamento de Auditoría Interna ha realizado las siguientes auditorías principales: cuentas anuales; informe previsto en la Ley 44/2002, de medidas de reforma del sistema financiero; adaptación de los ficheros automatizados a la Ley Orgánica 15/1999, de protección de datos de carácter personal y su Reglamento; administración de la seguridad informática en el ámbito de la Secretaría General y de la Dirección General de Supervisión; gestión de reservas exteriores del BCE; sistema de reservas mínimas; supervisión de TARGET; ingresos monetarios; actualización de la tecnología de la SEBC-net; e inspección de las sucursales de Alicante, Sevilla, Melilla, Las Palmas y Valladolid. Se han iniciado, y están en fase de ejecución, las auditorías del sistema de seguimiento de falsificación de billetes y de las políticas de seguridad de los sistemas de información del SEBC. Adicionalmente, se han realizado otras actuaciones auditoras no previstas en el Plan Anual, entre las que destaca la colaboración en la revisión de los costes de TARGET 2 y el arqueo de las Reservas Estratégicas depositadas por el BCE.

CUENTAS ANUALES DEL BANCO DE ESPAÑA  
EJERCICIO 2004

## Introducción

Las cuentas anuales del Banco de España, tal 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. Dichas cuentas, conforme a lo previsto en el artículo citado, han sido elaboradas de acuerdo con la normativa contable interna del Banco de España. La citada normativa sigue los principios contables de general aplicación, adaptados a las características especiales de las operaciones y funciones de un banco central, y los criterios contables y normas de valoración establecidos para el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), en todos aquellos aspectos que le son de aplicación, de acuerdo con lo estipulado en el artículo 26.4 de los Estatutos del SEBC sobre normalización de principios y prácticas contables del Eurosistema.

Las cuentas anuales del Banco de España han sido sometidas, de acuerdo con lo establecido en los artículos 29 y 32 de su Reglamento, a la auditoría de su Departamento de Auditoría Interna y al análisis y examen de la Comisión de Auditoría designada al efecto por el Consejo de Gobierno del Banco, por acuerdos de 19 de diciembre de 2003 y de 28 de enero de 2005. Asimismo, dichas cuentas han sido auditadas por auditores externos independientes, tal como establece 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 las cuentas anuales de dicha institución.

Las cifras consignadas, salvo indicación en contrario, están expresadas en millones de euros. Las correspondientes a 2003 se ofrecen únicamente para facilitar su comparación con las de 2004. A estos efectos, hay que señalar que se ha reordenado la información de 2003 relativa a la cartera de deuda anotada del Estado y a determinadas partidas de dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones, tal 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 2004. En su apartado 1 se incluyen el balance y la cuenta de resultados; en el 2, la memoria, 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, y en el apartado 3, en cumplimiento de lo dispuesto en el art. 4.2 de la Ley de Autonomía, se detallan las aportaciones efectuadas a los Fondos de Garantía de Depósitos y los préstamos y operaciones no concertados en condiciones de mercado o que, de cualquier forma, entrañan lucro cesante o quebranto para el Banco, estimándose 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 Balance y cuenta de resultados

BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA A 31 DE DICIEMBRE DE 2004<sup>1</sup>

(En millones de euros)

	NÚMERO NOTA	2004	2003
<b>ACTIVO</b>			
<b>1. Oro y derechos en oro</b>	<b>1</b>	<b>5.410,70</b>	<b>5.558,96</b>
<b>2. Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>		<b>9.035,87</b>	<b>14.798,80</b>
2.1. Activos frente al FMI	2	1.540,94	1.852,78
2.2. Depósitos, valores, préstamos y otros activos exteriores	3	7.494,93	12.946,02
<b>3. Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	<b>4</b>	<b>440,56</b>	<b>0,06</b>
<b>4. Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>		<b>1.287,25</b>	<b>1.528,69</b>
4.1. Depósitos, valores y préstamos	5	1.287,25	1.528,69
4.2. Activos procedentes de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		0,00	0,00
<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>23.408,39</b>	<b>33.188,15</b>
5.1. Operaciones principales de financiación		20.723,01	32.964,66
5.2. Operaciones de financiación a más largo plazo		2.684,45	220,90
5.3. Operaciones temporales de ajuste		0,00	0,00
5.4. Operaciones temporales estructurales		0,00	0,00
5.5. Facilidad marginal de crédito		0,00	0,00
5.6. Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		0,93	2,60
<b>6. Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	<b>7</b>	<b>4,48</b>	<b>4,53</b>
<b>7. Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	<b>8</b>	<b>28.044,91</b>	<b>21.122,67</b>
<b>8. Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	<b>9</b>	<b>8.541,93</b>	<b>9.154,92</b>
<b>9. Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>10</b>	<b>32.286,36</b>	<b>18.656,02</b>
9.1. Participación en el capital del BCE		432,70	444,68
9.2. Activos contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE		4.326,98	4.446,75
9.3. Activos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		0,00	0,00
9.4. Otros activos intra-Eurosistema (neto)		27.526,68	13.764,59
<b>10. Partidas en curso de liquidación</b>		<b>0,97</b>	<b>0,71</b>
<b>11. Otros activos</b>		<b>2.063,29</b>	<b>2.770,27</b>
11.1. Inmovilizado material e inmaterial	11	195,30	200,79
11.2. Otros activos financieros	12	51,94	55,10
11.3. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance	13	44,11	752,67
11.4. Cuentas de periodificación del activo y gastos anticipados	14	678,13	531,73
11.5. Diversos	15	1.093,81	1.229,97
<b>TOTAL ACTIVO</b>		<b>110.524,69</b>	<b>106.783,78</b>

1. La numeración de los detalles de las rúbricas del balance (epígrafes) es secuencial, en lugar de asignársele, como hasta 2003, la correspondiente a cada epígrafe en el modelo armonizado de balance del Eurosistema.

	NÚMERO NOTA	2004	2003
<b>PASIVO</b>			
<b>1. Billetes en circulación</b>	<b>16</b>	<b>50.158,28</b>	<b>44.068,96</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>13.090,90</b>	<b>14.409,08</b>
2.1. Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)		13.085,97	14.408,04
2.2. Facilidad de depósito		0,00	0,00
2.3. Depósitos a plazo		0,00	0,00
2.4. Operaciones temporales de ajuste		0,00	0,00
2.5. Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía		4,93	1,04
<b>3. Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>4. Certificados de deuda emitidos</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>5. Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>		<b>15.908,16</b>	<b>17.237,94</b>
5.1. Administraciones Públicas	18	13.972,89	15.790,14
5.2. Otros pasivos	19	1.935,26	1.447,80
<b>6. Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	<b>20</b>	<b>30,36</b>	<b>21,13</b>
<b>7. Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>		<b>1,54</b>	<b>2,86</b>
<b>8. Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>		<b>15,72</b>	<b>92,23</b>
8.1. Depósitos y otros pasivos	21	15,72	92,23
8.2. Pasivos derivados de la facilidad de crédito prevista en el MTC II		0,00	0,00
<b>9. Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	<b>22</b>	<b>340,52</b>	<b>351,99</b>
<b>10. Cuentas intra-Eurosistema</b>	<b>23</b>	<b>21.503,24</b>	<b>19.350,57</b>
10.1. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema		21.503,24	19.350,57
10.2. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)		0,00	0,00
<b>11. Partidas en curso de liquidación</b>	<b>24</b>	<b>44,87</b>	<b>91,95</b>
<b>12. Otros pasivos</b>		<b>1.539,64</b>	<b>1.909,37</b>
12.1. Diferencias por valoración de partidas de fuera de balance		0,00	0,00
12.2. Cuentas de periodificación del pasivo e ingresos anticipados	25	89,50	288,80
12.3. Diversos	26	1.450,15	1.620,57
<b>13. Provisiones</b>	<b>27</b>	<b>2.794,26</b>	<b>2.814,64</b>
<b>14. Cuentas de revalorización</b>	<b>28</b>	<b>4.283,72</b>	<b>4.481,05</b>
<b>15. Capital y reservas</b>		<b>4,54</b>	<b>4,54</b>
15.1. Capital	29	1,37	1,37
15.2. Reservas	30	3,17	3,17
<b>16. Beneficio del ejercicio</b>	<b>31</b>	<b>808,95</b>	<b>1.947,47</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>		<b>110.524,69</b>	<b>106.783,78</b>

	NÚMERO NOTA	2004	2003
Ingresos por intereses	1	2.044,24	2.022,34
Gastos por intereses	2	-689,97	-690,15
<b>Ingresos netos por intereses</b>		<b>1.354,26</b>	<b>1.332,19</b>
Ganancias/pérdidas realizadas procedentes de operaciones financieras	3	223,97	833,32
Minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras	4	-507,99	-1.165,56
Dotaciones y excesos de provisión por riesgo de tipo de cambio y precio	5	199,90	1.145,54
<b>Resultado neto por operaciones financieras, saneamientos y dotaciones para riesgos</b>		<b>-84,12</b>	<b>813,31</b>
Ingresos por honorarios/comisiones		10,50	13,24
Gastos por honorarios/comisiones		-3,87	-2,16
<b>Ingresos netos por honorarios/comisiones</b>	<b>6</b>	<b>6,63</b>	<b>11,08</b>
<b>Dividendos y otros ingresos de acciones y participaciones</b>	<b>7</b>	<b>12,41</b>	<b>69,53</b>
<b>Resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios</b>	<b>8</b>	<b>-145,03</b>	<b>0,61</b>
<b>Otros ingresos y quebrantos</b>	<b>9</b>	<b>45,75</b>	<b>39,30</b>
<b>TOTAL INGRESOS NETOS</b>		<b>1.189,91</b>	<b>2.266,01</b>
Gastos de personal	10	-214,77	-199,77
Gastos en bienes y servicios	11	-88,79	-77,84
Amortización del inmovilizado	12	-25,65	-24,25
Costes de producción de billetes	13	-31,26	-48,97
Otros gastos		-2,67	-2,93
<b>TOTAL GASTOS OPERATIVOS</b>		<b>-363,14</b>	<b>-353,76</b>
<b>Dotaciones y aplicaciones a otros fondos y provisiones</b>	<b>14</b>	<b>-17,82</b>	<b>35,22</b>
<b>BENEFICIO DEL EJERCICIO</b>	<b>15</b>	<b>808,95</b>	<b>1.947,47</b>

V.º B.º  
El Gobernador,



JAIME CARUANA

El Interventor General,



ANTONIO ROSAS

## 2 Memoria explicativa

### **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 negociables de renta fija, en el oro y en la posición en moneda extranjera. Las operaciones realizadas con activos y pasivos se contabilizan en la fecha de su liquidación.

Como excepción a la aplicación del citado criterio general de coste histórico, debe señalarse que, el 31 de diciembre de 1998, con motivo de la creación del SEBC y en aplicación de las normas contables armonizadas establecidas para el Sistema Europeo de Bancos Centrales, el oro, los valores nacionales y extranjeros de renta fija y las divisas fueron valorados a los precios y tipos de cambio de mercado existentes en aquel momento, con abono a cuentas de revalorización del pasivo, en los casos de plusvalías latentes, y con adeudo a resultados, en los de minusvalías no realizadas. Dichas plusvalías latentes se abonan a resultados con posterioridad, cuando se realiza la venta del activo correspondiente o para compensar minusvalías latentes puestas de manifiesto con posterioridad en el mismo activo o posición financiera.

Los criterios de valoración concretos aplicados a cada uno de los activos y pasivos que se citan han sido los siguientes:

#### Oro

Se contabiliza por su precio de adquisición, 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. Tanto unas como otras son canceladas al final del mes siguiente.

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. A la divisa recibida a cambio se le da entrada en el activo, registrando 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.

Divisas	<p>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.</p> <p>El coste en euros de las divisas vendidas se calcula por el método LIFO diario.</p> <p>Las divisas son objeto de regularización mensual, debiendo valorarse 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. Tanto unas como otras son canceladas al final del mes siguiente.</p> <p>Las minusvalías existentes a fin de año se llevan a 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.</p>
Billetes extranjeros	Se aplican los mismos criterios que los 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	<p>Se contabilizan por su precio de adquisición, determinado por el efectivo satisfecho, deducido, en su caso, el cupón bruto devengado.</p> <p>El coste de las ventas o las amortizaciones se determina en función del precio medio contable del valor de que se trate.</p> <p>Los valores son objeto de regularización mensual, debiendo valorarse 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. Tanto unas como otras son canceladas en regularizaciones posteriores.</p> <p>Las minusvalías existentes a fin de año se llevan a 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, no siendo canceladas al final del mes siguiente.</p> <p>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.</p> <p>En el caso de los valores denominados en moneda extranjera, las referencias efectuadas en este apartado a los precios de adquisición y de mercado se entenderán referidas a la divisa correspondiente, traspasando estos importes a euros, según se establece en el apartado relativo a las divisas.</p>

Operaciones temporales con valores	<p>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.</p> <p>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.</p> <p>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 a las normas de valoración expuestas en los dos párrafos anteriores.</p> <p>Los préstamos automáticos de valores 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.</p>
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 singulares al Estado y a la Seguridad Social	Los créditos singulares concedidos al Estado a los que se refiere la disposición transitoria séptima de la Ley 21/1993, de Presupuestos Generales del Estado para 1994, así como el concedido a la Seguridad Social, contemplado en la disposición transitoria sexta de la Ley 41/1994, de Presupuestos Generales del Estado para 1995, se valoran por su nominal.
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 de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros SA, se valora por su valor teórico contable.
Activos fijos materiales e inmateriales	<p>Los bienes comprendidos en el inmovilizado se valoran al precio de adquisición, el cual incluye, además, el IVA soportado no deducible y todos los gastos adicionales que se producen hasta su puesta en funcionamiento. Los activos fijos cuyo coste es inferior a 300 euros son registrados como gasto en el año de su adquisición. Hasta el día 21 de septiembre de 2004, dicho límite estaba establecido en 200 euros.</p> <p>Las dotaciones anuales para la amortización se calculan por el método lineal en función de la vida útil estimada de los diferentes bienes. No se consideran bienes amortizables los terrenos y solares, ni aquellos que forman parte del tesoro artístico del Banco. La amortización se efectúa mediante procesos mensuales, a partir del mes siguiente al de la fecha de contabilización o puesta en funcionamiento.</p> <p>Los gastos relevantes relacionados con proyectos que vayan a tener vigencia durante varios años pueden ser activados y amortizados en el plazo máximo de cuatro años.</p>

Los porcentajes de amortización aplicados a los distintos elementos del inmovilizado durante 2004 han sido iguales a los aplicados el año anterior. Dichos porcentajes fueron los siguientes:

%	
Edificios de uso propio	2
Instalaciones	6
Muebles y equipos de oficina	
— Bibliotecas	10
— Mobiliario	10
— Máquinas de oficina no informáticas	20
— Máquinas para el tratamiento de billetes y monedas	20
— Equipos informáticos	25
— Otras máquinas y utillaje	20
Elementos de transporte	20
Aplicaciones informáticas	33
Tesoro artístico	0

#### Billetes en circulación

El BCE y los 12 BCN que, junto con él, forman el Eurosistema han emitido billetes euro desde el 1 de enero de 2002<sup>2</sup>. El valor total de los billetes euro en circulación se asigna el último día hábil de cada mes, en función de la clave de asignación de billetes<sup>3</sup>.

Al BCE se le ha asignado una participación del 8% del valor total de billetes euro en circulación a partir de 2002, mientras que el 92% restante se ha asignado a los BCN 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>4</sup>, se muestran en el epígrafe «Cuentas intra-Eurosistema.— Activos/pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema» (véase «Cuentas intra-Eurosistema» en las notas sobre normativa contable).

Desde 2002 hasta 2007, los saldos intra-Eurosistema derivados de la asignación de billetes euro se ajustan para evitar cambios significativos en las posiciones relativas de ingresos de los BCN 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 comprendido entre julio de 1999 y junio de 2001 y el importe medio de billetes que les habrían sido asignados durante ese período según su clave en el capital del BCE. Los ajustes se van reduciendo anualmente hasta final de 2007, momento a partir del cual los ingresos correspondientes a billetes serán distribuidos en proporción a las participaciones desembolsadas por los BCN en el capital del BCE.

<sup>2</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. <sup>3</sup>. Se denomina clave de asignación de billetes a los porcentajes que resultan de tomar en consideración la participación del BCE en la emisión total de billetes euro y aplicar la clave en el capital suscrito vigente a fin de cada mes a la participación de los BCN en dicha emisión total. <sup>4</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 (BCE/2001/16), DOL 337, 20.12.2001.

Los ingresos y gastos por intereses sobre estos saldos se compensan a través de cuentas con el BCE y se muestran dentro de la rúbrica de la cuenta de resultados «Ingresos netos por intereses».

El Consejo de Gobierno del BCE ha decidido que los ingresos por señoreaje del BCE, derivados del 8% de billetes euro que tiene asignados, sean distribuidos de forma separada a los BCN mediante dividendo a cuenta de los beneficios<sup>5</sup>. Estos ingresos se distribuirán íntegramente, salvo que el beneficio neto del ejercicio del BCE sea inferior a los ingresos generados por los billetes euro en circulación y teniendo en cuenta cualquier decisión del Consejo de Gobierno para reducir este ingreso en el importe correspondiente a los costes incurridos por el BCE en la emisión y manejo de billetes euro. En 2004, el Consejo de Gobierno decidió, a la luz de sus estimaciones, que el BCE retuviese el importe total de estos ingresos.

Los billetes denominados en pesetas que no habían sido canjeados al cierre del ejercicio de 2002 se dieron de baja, el 1 de enero de 2003, de la rúbrica de «Billetes en circulación», incluyéndose desde entonces en el epígrafe de «Otros pasivos.—Diversos», en cumplimiento del acuerdo del Consejo de Gobierno del BCE de 5 de diciembre de 2002.

#### 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 TARGET<sup>6</sup> entre los bancos centrales nacionales del SEBC, incluido el BCE, dan lugar a cuentas intra-Eurosistema. También dan lugar a este tipo de cuentas los saldos frente al BCE resultantes de la asignación de billetes 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.

Los saldos intra-Eurosistema resultantes de la asignación de billetes euro en el Eurosistema se incluyen conjuntamente 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 las notas sobre normativa contable). En el caso de las operaciones TARGET, los saldos resultantes se incluyen como activo o pasivo en el epígrafe «Otros activos/pasivos intra-Eurosistema (neto)».

#### 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.

Las ganancias no realizadas no se registran como ingreso, traspasándose a una cuenta de revalorización.

Las pérdidas no realizadas se llevan a 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

<sup>5</sup>. Decisión del Banco Central Europeo de 21 de noviembre de 2002 sobre la distribución entre los BCN de los Estados miembros participantes de los ingresos del BCE por los billetes en euros en circulación (BCE/2002/9), DOL 323, 28.11.2002. <sup>6</sup>. Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real.

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 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 se encuadra entre los denominados de empleo, en la categoría de aportación definida. El Fondo, por su parte, es de carácter externo y tipo cerrado. Las contribuciones que realiza el Banco de España por los empleados que, incorporados al mismo con posterioridad al 31.1.1986, forman parte del Plan y tienen derecho a ello están establecidas en el 7,5% del denominado sueldo regulador<sup>7</sup>, 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.

Las posiciones en futuros sobre tipos de interés son objeto de revalorización elemento por elemento y tratadas de manera similar a los valores.

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.

#### 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.

### **Notas explicativas al balance**

#### 1 ORO Y DERECHOS EN ORO

Las tenencias de oro se elevan a 5.410,70 millones de euros, equivalentes a 16,826 millones de onzas troy<sup>9</sup> de oro fino valoradas a 321,56 euros por onza. Dicho importe es menor en 148,26 millones al de 2003, como consecuencia, esencialmente, de la caída del precio de mercado en euros del oro (al cierre de 2003 la onza cotizaba a 330,36 euros), habiéndose mantenido sin variación a lo largo del ejercicio el número de onzas, excepto por las ligeras diferencias que se han producido en las operaciones de depósito y *swap*.

#### 2 ACTIVOS FRENTE AL FMI

Se recogen en este epígrafe: a) los derechos especiales de giro (DEG) en el tramo de reservas (1.155,88 millones de euros), que incluyen la posición neta en el Fondo Monetario Internacional (FMI) (1.155,88 millones de euros) y la posición tramo euros y su cuenta de contrapartida (2.340,12 millones de euros con signo positivo y negativo); b) los DEG en el FMI (243,81 millones de euros), y c) otros activos frente al FMI (141,25 millones de euros). En conjunto, el valor de los activos frente al FMI disminuyó en 311,84 millones de euros respecto a su saldo en 2003, debido al efecto neto de las siguientes causas: a) por compraventa neta de divisas, -280,63 millones de euros; b) por la variación del tipo de cambio de mercado, -53,84 millones de euros, y c) por los intereses percibidos en DEG, 22,62 millones de euros. En 2004 no tuvo lugar ninguna modificación en la cuota de España en el FMI, que se mantuvo en 3.048,90 millones de DEG.

<sup>7</sup> La mencionada contribución estaba establecida en el 6,5% hasta la firma del convenio colectivo pactado en 2004, que la fijó en el 7,5% con efectos a partir del 1.1.2003. <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.

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€ = 0,8775 DEG.

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 los valores de renta fija, los depósitos, los préstamos y el resto de los activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro. Su importe total se eleva a 7.494,93 millones de euros, con el detalle que figura en el cuadro siguiente:

En millones de euros		
TIPO DE ACTIVO	2004	2003
Depósitos	1.912,67	4.572,79
Valores <sup>10</sup>	5.434,13	8.212,75
Préstamos y otros	147,20	166,69
<i>Provisión para préstamos</i>	—	-8,40
Billetes de fuera de la zona del euro	0,93	2,18
<b>TOTAL</b>	<b>7.494,93</b>	<b>12.946,02</b>

El 99,92% de los depósitos en divisas en bancos extranjeros, inversiones en valores y préstamos en moneda extranjera, al final del ejercicio de 2004, 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 € = 1,3621 \$ USA).

El descenso del saldo de este epígrafe (5.451,09 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 compraventa neta de divisas	-4.950,43
Por la disminución de la posición en <i>swaps</i> de oro, vivos a fin de año	-91,73
Por el aumento de las ventas temporales en préstamos directos de valores, vivos a fin de año	16,13
Por los intereses percibidos en moneda extranjera	249,84
Por las pérdidas por precio realizadas en venta de valores y futuros	-10,39
Por la variación del precio de mercado de los valores extranjeros	-75,64
Por la variación de los tipos de cambio de mercado	-588,90
Otros	0,03
<b>TOTAL</b>	<b>-5.451,09</b>

4 ACTIVOS EN MONEDA  
EXTRANJERA FRENTE A  
RESIDENTES EN LA ZONA  
DEL EURO

Esta rúbrica del balance incluye tanto depósitos como valores en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro, aunque en la actualidad solo se mantienen saldos en depósitos en instituciones financieras monetarias, cuyo importe a fin de 2004 es de 440,56 millones de euros, mientras que en 2003 era insignificante.

<sup>10</sup>. A 31 de diciembre de 2004, parte de la cartera de valores en dólares, por un valor de mercado de 314,27 millones de dólares USA, se encontraba cedida temporalmente a través de contratos de préstamos automáticos de valores firmados con los depositarios de estos valores. Los contratos de préstamos automáticos facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato.

5	ACTIVOS EN EUROS FRENTE A NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—DEPÓSITOS, VALORES Y PRÉSTAMOS	Este epígrafe del balance recoge el saldo de cuentas corrientes a la vista en corresponsales residentes fuera del área del euro y los valores denominados en euros emitidos por residentes fuera de la zona del euro. Del total de este epígrafe (1.287,25 millones de euros), la casi totalidad (1.286,60 millones) corresponde a valores de renta fija emitidos en euros por organismos internacionales, que experimentaron una disminución de 241,95 millones respecto a 2003.
6	PRÉSTAMOS EN EUROS CONCEDIDOS A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO EN RELACIÓN CON OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA	<p>Esta rúbrica recoge el importe, por tipo de operaciones, de los préstamos otorgados en euros a entidades de crédito de la zona del euro a través de los que se ejecuta la política monetaria.</p> <p>Aunque el saldo medio diario de la financiación otorgada a lo largo del año se incrementó en un 27,25%, pasando de 19.899,37 millones en 2003 a 25.322,51, su saldo a día 31 de diciembre de 2004 es inferior en un 29,5% al de 31 de diciembre de 2003 (23.408,39 millones de euros en 2004, frente a 33.188,15 en 2003).</p> <p>El 91,66% del saldo medio diario de la financiación se otorgó a través de «Operaciones principales de financiación»; otro 8,31% se concedió mediante «Operaciones de financiación a más largo plazo», y a través del resto de instrumentos únicamente se financió el 0,03% del saldo medio anual.</p>
a.	Operaciones principales de financiación	<p>Estas operaciones desempeñan un papel crucial en la persecución 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, a través de subastas estándar. Hasta el 8 de marzo de 2004 estas operaciones temporales tenían frecuencia semanal y vencimiento a dos semanas.</p> <p>El saldo de este epígrafe a 31.12.2004 era de 20.723,01 millones de euros, habiendo disminuido respecto a 31.12.2003 en 12.241,65 millones.</p>
b.	Operaciones de financiación a más largo plazo	<p>Estas operaciones tienen como objetivo proporcionar financiación adicional a más largo plazo a las entidades de contrapartida. Representan una parte limitada del volumen de financiación global y se ejecutan mediante operaciones temporales de inyección de liquidez, con frecuencia mensual y vencimiento a tres meses, a través de subastas estándar.</p> <p>El saldo de este epígrafe a 31.12.2004 era de 2.684,45 millones de euros, habiendo aumentado en relación con el año anterior en 2.463,56 millones de euros.</p>
c.	Operaciones temporales de ajuste	<p>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.</p> <p>Su saldo a fin de año era cero, igual que el año anterior, habiéndose producido en este ejercicio tres operaciones temporales de ajuste en el Eurosistema, de las cuales solo en una de ellas solicitaron financiación las entidades de crédito españolas.</p>
d.	Operaciones estructurales	<p>El Eurosistema puede realizar operaciones temporales de mercado abierto, a través de subastas estándar, con el fin de modificar su posición estructural de liquidez frente al sector financiero.</p> <p>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.</p>

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 2004 no presentaba saldo, igual que en el ejercicio anterior, habiéndose producido en este ejercicio un número muy reducido de estas operaciones.

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 (véase la nota número 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 31.12.2004 presentaba un saldo de 0,93 millones de euros, con una disminución de 1,67 millones en relación al año anterior.

7 OTROS ACTIVOS EN EUROS FRENTE A ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO

En esta rúbrica se incluyen activos frente a las entidades de crédito que no tienen ninguna relación con la gestión de la política monetaria. Su saldo, 4,48 millones de euros, recoge el importe de las cuentas de corresponsalía mantenidas en euros con entidades de crédito de la zona del euro, habiendo disminuido en 0,05 millones respecto a 2003.

8 VALORES EMITIDOS EN EUROS POR RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Recoge el importe de las tenencias de valores de renta fija negociables, denominados en euros, emitidos por residentes en la zona del euro. Su saldo a 31.12.2004 es de 28.044,91 millones de euros, de los que 19.100,63 millones corresponden a valores emitidos por Administraciones Públicas no españolas de la zona del euro<sup>11</sup>, y 8.944,28 millones corresponden a la cartera de deuda anotada del Estado. En 2004 se ha incluido en esta rúbrica la cartera de deuda anotada del Estado, que en 2003 se recogía en la rúbrica «Otros activos» y que, a fin de dicho ejercicio, presentaba un saldo de 7.163,78 millones de euros.

En conjunto, los valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro experimentaron un incremento de 6.922,24 millones de euros en 2004, de los que 5.141,75 millones correspondieron a valores de renta fija de Administraciones Públicas no españolas, y 1.780,49 mi-

<sup>11</sup>. A 31 de diciembre de 2004, parte de la cartera de valores en euros, por un valor de mercado de 17,58 millones de euros, se encontraba cedida temporalmente a través de contratos de préstamos automáticos de valores firmados con los depositarios de estos valores. Los contratos de préstamos automáticos facultan al depositario de los valores a prestarlos a un tercero en operaciones a un día, con determinadas limitaciones establecidas en el propio contrato.

liones a la cartera de deuda anotada del Estado. Las variaciones se debieron a las causas que se reflejan en el siguiente cuadro:

En millones de euros		
	CAUSAS DE LA VARIACIÓN	IMPORTE
<b>Valores de renta fija de Administraciones Públicas no españolas</b>		<b>5.141,75</b>
Por compras netas de valores		5.248,25
Por aumento de las plusvalías latentes netas a fin de año		75,22
Por disminución de intereses implícitos devengados		-181,72
<b>Cartera de deuda anotada del Estado</b>		<b>1.780,49</b>
Por compras netas de valores		1.772,60
Por disminución de las plusvalías latentes netas a fin de año		-18,99
Por aumento de los intereses implícitos devengados		26,88
<b>TOTAL</b>		<b>6.922,24</b>

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

### a. Estado

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. En la disposición transitoria séptima de dicha Ley se indica, además, que tales créditos conservarán las condiciones y plazos de amortización establecidos en su momento, y, en su defecto, serán amortizados en un plazo de veinticinco años, mediante amortización lineal anual a partir del año 1999, inclusive.

El saldo vivo a 31 de diciembre del año 2004 de los créditos otorgados al Estado asciende a 7.387,53 millones de euros, según el siguiente detalle:

En millones de euros			
	31.12.2004	AMORTIZACIÓN	31.12.2003
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 3/1983	1.952,51	97,63	2.050,14
Tesoro Público. Cuenta especial Ley 4/1990	4.863,58	347,40	5.210,98
Tesoro Público. Créditos por suscripción de participaciones, contribuciones y cuotas en organismos internacionales	571,44	40,82	612,25
<b>TOTAL</b>	<b>7.387,53</b>	<b>485,84</b>	<b>7.873,37</b>

La variación experimentada se debe exclusivamente a las cuotas de amortización anual de los citados créditos, cuyas cuantías quedan reflejadas en el cuadro anterior.

### b. Seguridad Social

El saldo de este epígrafe, 1.154,39 millones de euros, corresponde al importe pendiente de amortizar de un crédito concedido a la Seguridad Social, contemplado en la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995. Este crédito recoge el principal de otro concedido anteriormente a dicha institución, vencido y no pagado a su vencimiento, de 1.539,19 millones de euros. La amortización de este crédito, que se efectúa en veinte anualidades y comenzó en el ejercicio 2000, recibe un tratamiento equivalente al establecido para la amortización de los créditos singulares otorgados al Estado, a los que se ha hecho referencia anteriormente.

De la reducción experimentada en 2004 por este epígrafe (127,15 millones de euros), 76,96 millones corresponden al pago de la quinta cuota de amortización relativa al crédito citado, cuyo saldo pendiente de vencimiento asciende a 1.154,39 millones. El resto de la reducción, 50,19 millones, corresponde al pago de la décima y última cuota de amortización relativa a otro crédito de 501,90 millones de euros que, también en virtud de la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995, recogía los intereses vencidos y no pagados del crédito anterior a la Seguridad Social. El importe de la cuota de amortización de este último crédito fue cobrado a través de la compensación de parte de las cantidades resultantes a favor de la Seguridad Social en concepto de intereses de sus cuentas remuneradas en el Banco de España.

10 CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA

a. Participación en el capital del BCE

El capital del BCE suscrito y desembolsado por el Banco de España asciende a 432,70 millones de euros, equivalentes al 7,7758% del capital del mismo. Dicho porcentaje es el que corresponde al Banco de España, de acuerdo con la clave de participación establecida por la Comisión de la Unión Europea, fijada en función de la población y el producto nacional bruto de nuestro país.

De acuerdo con el artículo 28 de los Estatutos del SEBC, los bancos centrales del SEBC son los únicos suscriptores del capital del BCE. Las suscripciones dependen de las cuotas de participación, que se fijan de conformidad con el artículo 29.3 de los Estatutos del SEBC, y que deben ser ajustadas cada cinco años. Hay que señalar que el primer ajuste tras el establecimiento del BCE tuvo lugar el 1 de enero de 2004. El 1 de mayo de 2004 se produjo un segundo cambio de la clave de capital del BCE, como resultado de la incorporación de 10 nuevos miembros al SEBC. Basándose en la Decisión del Consejo de 15 de julio de 2003 sobre los datos estadísticos a usar para la determinación de la clave en la suscripción de capital del Banco Central Europeo, las claves de capital de los BCN se ajustaron el 1 de enero de 2004 y el 1 de mayo de 2004 mediante transferencias entre ellos.

Consecuentemente, el 1 de enero de 2004, la participación del Banco de España en el capital suscrito del BCE —5.000 millones de euros en total— disminuyó de 8,8935% a 8,7801%, y el epígrafe del activo 9.1 «Participación en el capital del BCE», de 444,68 millones a 439,01 millones.

De acuerdo con el apartado 3 del artículo 49 de los Estatutos del SEBC, que fue añadido a estos por el Tratado de Adhesión, el capital suscrito del BCE aumenta automáticamente siempre que se incorpore un nuevo miembro a la UE y por tanto su BCN entra a formar parte del SEBC. Dicho aumento se calcula multiplicando el importe existente del capital suscrito (en este caso 5.000 millones de euros) por la proporción entre el peso del/de los BCN que se incorpora/n y el de los BCN que ya fuesen miembros del SEBC, teniendo en cuenta las claves modificadas por la adhesión del nuevo miembro. De esta manera, el 1 de mayo de 2004, el capital suscrito del BCE se incrementó hasta 5.565 millones de euros. Como consecuencia de ello, el 1 de mayo de 2004, la participación del Banco de España en el nuevo capital suscrito del BCE —5.565 millones de euros— disminuyó de 8,7801% a 7,7758%, y el epígrafe del activo 9.1 «Participación en el capital del BCE» pasó de 439,01 millones a 432,70 millones de euros.

Como resultado de los cambios en la clave de capital anteriormente citados, se modificó la participación relativa de los BCN en los beneficios netos acumulados del BCE —patrimonio neto (excluido capital)— a 31 de diciembre de 2003 y a 30 de abril de 2004.

b. Activo de contrapartida de las reservas exteriores transferidas al BCE

Representan los activos del Banco de España contrapartida de la transferencia de activos exteriores de reserva al BCE. Estos activos están denominados en euros y tienen un valor fijo desde el momento de su transferencia. Se remuneran al tipo de interés marginal de las ope-

raciones principales de financiación del Eurosistema, ajustado para reflejar una remuneración nula para el componente de oro.

Los ajustes a la clave de participación en el capital del BCE el 1 de enero y el 1 de mayo de 2004 han hecho necesario ajustar los activos con los que el BCE acreditó a los BCN por sus aportaciones de activos exteriores de reserva al mismo. Para reflejar la reducción experimentada por la clave de capital del Banco de España, su activo de contrapartida disminuyó de 4.446,75 millones a 4.390,05 millones de euros el 1 de enero de 2004, y de 4.390,05 millones a 4.326,98 millones de euros el 1 de mayo de 2004.

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)

Su saldo, 27.526,68 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 TARGET 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 o devolución relacionadas, fundamentalmente, con el dividendo a cuenta correspondiente 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 TARGET ascendía a 27.582,11 millones, mientras que las cuentas de corresponsalía presentaban saldo cero. Hay que señalar que, desde el 30 de noviembre de 2000, los saldos resultantes de las transferencias realizadas a través de TARGET frente a los bancos del Eurosistema, así como frente al resto de bancos de la Unión Europea, son cancelados y sustituidos por un único saldo frente al BCE. La remuneración de la posición deudora frente al BCE se calcula en base diaria y aplicando el tipo de interés marginal de las operaciones principales de financiación del SEBC.

La posición deudora frente al BCE, que realiza el *clearing* de las posiciones pendientes de liquidar de los bancos centrales nacionales del Eurosistema por la aportación y asignación anual de los ingresos monetarios entre los mismos, asciende a 2,89 millones de euros.

Finalmente, la posición acreedora frente al BCE relacionada con el dividendo a cuenta por el señoreaje de los billetes euro emitidos en su nombre por los BCN asciende a 58,32 millones de euros, como consecuencia de que el Consejo de Gobierno del BCE decidió retener los ingresos relacionados con el señoreaje de sus billetes correspondiente al ejercicio de 2004, a la luz de sus estimaciones, y los bancos centrales nacionales debían devolverle las cantidades recibidas a cuenta por este concepto en los tres primeros trimestres del año, que en el caso del Banco de España ascendieron al importe de 58,32 millones de euros, señalado anteriormente.

11 INMOVILIZADO MATERIAL E INMATERIAL

El saldo de este epígrafe ascendía, al cierre del ejercicio, a 195,30 millones de euros, de los que 424,03 millones correspondían a su coste y 228,73 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

COSTE O VALORACIÓN	INMUEBLES E INSTALACIONES	MOBILIARIO Y EQUIPAMIENTO	INMOVILIZADO EN CURSO	OTRO INMOVILIZADO	TOTAL
1 enero 2004	225,45	114,76	14,20	64,18	418,60
Altas	8,63	13,80	13,06	6,05	41,54
Bajas	22,34	6,08	7,43	0,25	36,10
31 diciembre 2004	211,74	122,47	19,83	69,99	424,03

En millones de euros

AMORTIZACIÓN ACUMULADA	INMUEBLES E INSTALACIONES	MOBILIARIO Y EQUIPAMIENTO	INMOVILIZADO EN CURSO	OTRO INMOVILIZADO	TOTAL
1 enero 2004	118,38	76,09	—	23,33	217,80
Variaciones en el ejercicio	-2,17	9,03	—	4,07	10,93
31 diciembre 2004	116,21	85,12	—	27,40	228,73

El incremento del inmovilizado durante el año 2004 se ha debido fundamentalmente a la renovación del mobiliario y a la construcción del ala oeste de la sede central del Banco de España, en Madrid. Las bajas se relacionan, esencialmente, con la venta de los edificios de las diez sucursales cerradas el 31 de diciembre de 2003, en el contexto de la reestructuración de su red de sucursales. Resta, todavía, un compromiso de venta de los edificios afectados por la reestructuración correspondiente a las diez sucursales cerradas a 31 de diciembre de 2004.

## 12 OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

El 1 de enero de 2004 se procedió a la reclasificación en el balance de la cartera de deuda anotada del Estado, que ha pasado a la rúbrica 7 del activo «Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro». El importe de dicha reclasificación ascendió a 7.163,78 millones de euros.

El saldo actual de este epígrafe, 51,94 millones, recoge fundamentalmente la participación del Banco de España en la Sociedad de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, SA, y su variación, -3,16 millones, se explica por la reducción del valor teórico de las acciones derivado del reparto de dividendos a lo largo del año (10,24 millones), fundamentalmente con cargo a reservas, compensado, parcialmente, por la regularización realizada a fin de año para ajustar el valor contable al valor teórico de las acciones de la sociedad, que se ha incrementado como consecuencia de los beneficios en el balance de la sociedad en 2004.

## 13 DIFERENCIAS POR VALORACIÓN DE PARTIDAS DE FUERA DE BALANCE

Recoge el importe de la posición neta deudora por operaciones a plazo y *swap* 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, 44,11 millones de euros, es el valor neto de las operaciones a plazo vivas en ese momento, habiendo disminuido en 708,56 millones respecto del año anterior.

14 CUENTAS DE  
PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y  
GASTOS ANTICIPADOS

Los componentes principales de este epígrafe, cuyo saldo asciende a 678,13 millones de euros, son los que se recogen en el cuadro siguiente:

En millones de euros	
CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL ACTIVO Y GASTOS ANTICIPADOS	IMPORTE
<b>Intereses a cobrar no vencidos procedentes de valores</b>	<b>489,55</b>
En moneda extranjera emitidos por no residentes en la zona del euro	38,60
En euros emitidos por no residentes en la zona del euro	22,46
En euros emitidos por residentes no españoles de la zona del euro	298,74
En euros emitidos por residentes en la zona del euro (Deuda anotada del Estado)	129,75
<b>Otros intereses a cobrar no vencidos</b>	<b>175,61</b>
De operaciones a plazo con divisas	-1,88
De depósitos y otros activos en moneda extranjera	50,26
Del activo de contrapartida de las reservas transferidas al Banco Central Europeo	75,72
De otras cuentas intra-Eurosistema, por operaciones TARGET	44,47
Otros	7,04
<b>Comisiones a cobrar no vencidas y gastos anticipados</b>	<b>11,12</b>
<b>Dividendos devengados y no cobrados</b>	<b>1,85</b>
<b>TOTAL</b>	<b>678,13</b>

15 DIVERSOS

Su componente más significativo corresponde al ingreso efectuado al Tesoro, el 2 de noviembre de 2004, de 807,89 millones de euros, equivalente al 70% de los beneficios devengados y contabilizados por el Banco hasta el 30 de septiembre de 2004.

Las otras partidas más relevantes corresponden a los préstamos para vivienda concedidos a los empleados del Banco, cuyo saldo asciende a 111,19 millones, y a los cupones devengados existentes en la fecha de adquisición de valores de renta fija, por importe de 102,76 millones.

16 BILLETES EN CIRCULACIÓN

El saldo de los billetes en circulación (50.158,28 millones de euros) incluye la participación del Banco de España en el total de billetes euro en circulación (véase «Billetes en circulación» en las notas sobre normativa contable), de acuerdo con la clave de asignación de billetes euro en el Eurosistema, que ha pasado del 10,1020% al 10,0065% del total de los emitidos por todos los bancos centrales, una vez deducidos los que corresponden al BCE, 8% del total, como consecuencia de los cambios en la clave de participación en el capital del BCE derivados del ajuste quinquenal y de la entrada de nuevos Estados miembros en la Unión Europea. Dicho saldo ha experimentado un incremento de 6.089,32 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 ascendió a 13.090,90 millones de euros al cierre del ejercicio de 2004, experimentando una reducción respecto al ejercicio anterior de 1.318,18 millones. Esta disminución tuvo lugar en el epígrafe «Cuentas corrientes (incluidas reservas mínimas)», que recoge el total de las cuentas corrientes y de tesorería abiertas por las entidades de crédito en el Banco de España, en las que estas mantienen las reservas mínimas a las que están obligados en relación con la instrumentación de la política monetaria. Dichas cuentas pasaron de 14.408,04 millones el 31.12.2003 a 13.085,97 millones el 31.12.2004. No obstante, si se considera el saldo medio de estas cuentas durante ambos ejercicios, resulta un incremento del mismo, pasando de 11.828,09 a 13.322,18 millones.

El resto de los epígrafes incluidos en esta rúbrica recogen los depósitos constituidos por las entidades de crédito, en el Banco de España, bajo las modalidades de facilidad de depósito, depósitos a plazo, operaciones temporales de ajuste y depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía. A 31.12.2004 había únicamente depósitos constituidos correspondientes al ajuste de los márgenes de garantía (véase la nota 6.f al balance), por un importe de 4,93 millones de euros, no presentando saldo el resto de las modalidades de depósito.

18 DEPÓSITOS EN EUROS DE OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Se recogen en este epígrafe los depósitos que mantienen en el Banco de España las Administraciones Públicas. Su saldo vivo al cierre del ejercicio era de 13.972,89 millones de euros, con el siguiente detalle:

En millones de euros		
	2004	2003
<b>Administración Central (Estado)</b>	<b>3.478,35</b>	<b>3.320,81</b>
Tesoro Público.—Cuenta corriente	299,93	300,21
Otras Administraciones de la Administración Central del Estado y similares	3.178,43	3.020,61
<b>Administraciones Territoriales</b>	<b>87,76</b>	<b>86,30</b>
Comunidades Autónomas, organismos administrativos y similares	83,59	80,39
Administración Local	4,17	5,91
<b>Administraciones de la Seguridad Social</b>	<b>10.406,78</b>	<b>12.383,03</b>
Del Sistema de Seguridad Social	8.832,75	10.835,55
Otras	1.574,03	1.547,48
<b>TOTAL</b>	<b>13.972,89</b>	<b>15.790,14</b>

La reducción de este epígrafe (1.817,25 millones de euros) se debió, fundamentalmente, a la disminución en los saldos mantenidos en el Banco de España por las Administraciones del Sistema de Seguridad Social.

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 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 de 2004 era de 1.935,26 millones de euros, y su incremento de 487,47 millones de euros respecto al cierre de 2003 se debió fundamentalmente al incremento de los saldos de las cuentas corrientes de «Organismos públicos del Estado.—Organismos autónomos» (372,69 millones).

20 PASIVOS EN EUROS CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO

Recoge fundamentalmente los saldos de las cuentas en euros mantenidos por los organismos internacionales y los bancos centrales no pertenecientes a la Unión Monetaria. Su saldo, 30,36 millones de euros, experimentó un incremento respecto del ejercicio anterior de 9,23 millones.

21 PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA CON NO RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO.—DEPÓSITOS Y OTROS PASIVOS

Casi todos estos pasivos, cuyo saldo ascendía a 15,72 millones de euros al cierre del ejercicio, corresponden a operaciones de venta de valores con pacto de recompra (14,95 millones), cuyo saldo era nulo a 31.12.2003. El importe del total de este epígrafe ha disminuido en 76,51 millones de euros, como consecuencia de que las deudas derivadas de operaciones de cesión temporal de oro relacionadas con la gestión de reservas exteriores del Banco de España, que ascendían a 91,73 millones al cierre del ejercicio anterior, no presentan saldo al cierre de este.

22	CONTRAPARTIDA DE LOS DERECHOS ESPECIALES DE GIRO ASIGNADOS POR EL FMI	Con un importe de 340,52 millones de euros, recoge la equivalencia de los DEG asignados a España en proporción a su cuota como miembro del Fondo Monetario Internacional. El importe total de este grupo ha experimentado una disminución de 11,47 millones de euros respecto del año anterior, debido a la variación en el tipo de cambio.
23	CUENTAS INTRA-EUROSISTEMA a. Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes euro en el Eurosistema  b. Otros pasivos intra-Eurosistema (neto)	Este epígrafe contiene los activos y pasivos del Banco de España frente al Eurosistema relacionados con la asignación de los billetes euro (véanse «Billetes en circulación» y «Cuentas intra-Eurosistema» en las notas sobre normativa contable).  Dado que en este ejercicio el saldo neto es de naturaleza deudora, su explicación figura en la nota 10.d al balance.
24	PARTIDAS EN CURSO DE LIQUIDACIÓN	De los 44,87 millones de euros que refleja el saldo de esta rúbrica, 37,29 corresponden a transferencias recibidas el día 31 de diciembre de 2004 del Sistema Nacional de Compensación Electrónica que han sido liquidadas y están pendientes de abono, y 4,62 corresponden a transferencias ordenadas por entidades de crédito pendientes de abono al cierre del ejercicio, correspondiendo a esta última causa la parte más importante de la disminución de esta rúbrica respecto a 2003 (47,08 millones).
25	OTROS PASIVOS.—CUENTAS DE PERIODIFICACIÓN DEL PASIVO E INGRESOS ANTICIPADOS	Las partidas más significativas de este epígrafe, cuyo importe total asciende a 89,50 millones de euros, corresponden a intereses a pagar no vencidos (82,55 millones de euros). La disminución experimentada en este epígrafe (199,30 millones) es consecuencia, fundamentalmente, de la existencia a 31.12.2003 de beneficios en operaciones a plazo pendientes de vencimiento, por importe de 226,98 millones, y que se han ejecutado en 2004.
26	OTROS PASIVOS.—DIVERSOS	La partida más relevante de este epígrafe es la de «Billetes en circulación.—Pesetas», cuyo importe, 1.080,14 millones de euros, que se ha reducido en 75,43 millones durante el ejercicio, corresponde a los billetes denominados en pesetas todavía no canjeados al cierre de este ejercicio. Otra partida significativa es la de «Mutualidad de empleados del Banco de España.—Por aportaciones a pagar», cuyo importe, 293,03 millones, se ha reducido en 25,11 durante el ejercicio. Finalmente, señalar que los intereses acreedores liquidados pendientes de aplicación, correspondientes al crédito otorgado en su día a la Seguridad Social, que al cierre del ejercicio anterior ascendían a 50,19 millones de euros, ya no figuran al cierre de 2004, puesto que en este ejercicio ha tenido lugar el último de los pagos pendientes.
27	PROVISIONES	Excepto las provisiones riesgo-país, que se presentan en balance minorando el valor de los activos correspondientes, el resto se registra en el presente grupo, con el detalle siguiente:

En millones de euros

	2004	2003
Por cobertura de riesgos por tipo de cambio y tipo de interés	2.422,14	2.622,04
Por cobertura pérdidas BCE.—Aportaciones procedentes de ingresos monetarios	147,92	—
Por prejubilaciones y jubilaciones anticipadas	107,06	119,53
Por riesgos y gastos diversos	116,90	72,82
Por otros motivos	0,24	0,26
<b>TOTAL</b>	<b>2.794,26</b>	<b>2.814,64</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. Adicionalmente, 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 31.12.2004 asciende a 2.422,14 millones de euros, como resultado, por un lado, de la aplicación de provisiones a su finalidad por importe de 507,99 millones de euros y, por otro, de la dotación de provisiones por 308,09 millones para alcanzar el nivel que se estima adecuado para garantizar la cobertura de los riesgos por tipo de cambio y de interés, de conformidad con los acuerdos de la Comisión Ejecutiva de fechas 28 de enero y 22 de abril de 2005.

A su vez, y de acuerdo con el artículo 33.2 de los Estatutos del SEBC, el Consejo de Gobierno del BCE puede decidir compensar las pérdidas incurridas por el BCE con su fondo de reserva general y, si es necesario, con los ingresos monetarios del ejercicio, en proporción y hasta las cantidades asignadas a los bancos centrales nacionales. En su reunión de 13 de enero de 2005, dicho Consejo de Gobierno decidió retener, en principio, 1.360 millones de euros de los ingresos monetarios puestos en común para compensar las pérdidas del BCE en 2004. Conforme a ello, el Banco de España estableció una provisión de 147,92 millones de euros para compensar las pérdidas del BCE, equivalente a su cuota de participación en el Eurosistema (10,87664%). De acuerdo con los procedimientos establecidos en el Eurosistema, la aplicación de la citada provisión tuvo lugar el 31 de enero de 2005, dentro del proceso de liquidación de los ingresos monetarios correspondientes a 2004.

Por último, el incremento experimentado por las provisiones para riesgos y gastos diversos (44,08 millones) se ha debido, fundamentalmente (37,49 millones), a la provisión dotada como consecuencia de las obligaciones asumidas en el Convenio Colectivo para los años 2002/2005 aprobado por la Comisión Ejecutiva el 17 de diciembre de 2004, que habrán de satisfacerse en 2005.

28 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	2004	2003
<b>Por diferencias de tipo de cambio</b>	<b>—</b>	<b>0,01</b>
<b>Por diferencias de precio</b>	<b>4.283,72</b>	<b>4.481,04</b>
Oro	3.830,38	3.978,59
Valores en divisas emitidos por no residentes en la zona del euro	32,34	91,69
Valores en euros	377,57	364,19
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>	<i>7,31</i>	<i>2,30</i>
<i>Emitidos por residentes no españoles en la zona del euro</i>	<i>89,58</i>	<i>14,36</i>
<i>Deuda anotada del Estado</i>	<i>280,68</i>	<i>347,53</i>
Otros	43,44	46,57
<b>TOTAL REVALORIZACIONES</b>	<b>4.283,72</b>	<b>4.481,05</b>

Las cuentas de revalorización han disminuido en el ejercicio en 197,33 millones, según se observa en el cuadro siguiente, en el que se detallan las causas de su variación:

En millones de euros	
CAUSAS DE LA VARIACIÓN	IMPORTE
<b>Por variaciones en el tipo de cambio</b>	<b>-0,01</b>
<b>Por variaciones en el precio de los activos</b>	<b>-197,32</b>
Oro	-148,22
Valores en divisas emitidos por no residentes en la zona del euro	-59,35
Valores en euros	13,37
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>	<i>5,01</i>
<i>Emitidos por residentes no españoles en la zona del euro</i>	<i>75,22</i>
<i>Deuda anotada del Estado</i>	<i>-66,86</i>
Otros	-3,13
<b>TOTAL</b>	<b>-197,33</b>

La variación más importante tuvo lugar en el oro, cuyas plusvalías no realizadas disminuyeron en 148,22 millones de euros, debido a la reducción de su precio de mercado en euros en 2004. En cuanto a las cuentas de revalorización por precio de los valores, la variación relativa a los denominados en divisas disminuyó en 59,35 millones de euros, en parte por efecto de las ventas y en parte por el aumento de los tipos de interés de los activos denominados en dólares USA, mientras que la variación de la revalorización de los valores denominados en euros registró un ligero incremento (13,37 millones de euros), fruto de un significativo aumento del precio de los valores emitidos por residentes en la zona del euro no españoles (75,22 millones), que se adquirieron a lo largo del año a un tipo de interés superior al del cierre del ejercicio, compensado con una disminución de las plusvalías existentes a fin de 2004, respecto a las de final de 2003, en la deuda anotada del Estado, por efecto, en gran medida, de la materialización de plusvalías latentes.

#### 29 CAPITAL

El capital del Banco de España, constituido de acuerdo con lo previsto en el Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio, asciende a 1,37 millones de euros, sin variación en el ejercicio.

#### 30 RESERVAS

Se incluyen en este epígrafe, sin variación en el ejercicio, 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.

#### 31 BENEFICIO DEL EJERCICIO

Los beneficios netos del ejercicio, una vez deducida la dotación al Fondo de Atenciones Benéfico-Sociales (1,62 millones de euros), han ascendido a 808,95, inferiores en un 58,5% a los de 2003. Del citado importe, 807,89 millones fueron ingresados en el Tesoro el 2 de noviembre de 2004, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1080/2002, de 22 de octubre.

A lo largo del ejercicio, también se ingresaron en el Tesoro las cantidades que se citan, correspondientes a los beneficios de 2003:

- a) El día 2.2.2004, 817,35 millones de euros, hasta alcanzar, junto con el ingreso realizado en noviembre de 2003, el 90% de los beneficios de dicho año, que ascendieron a 1.947,47 millones de euros.
- b) El día 10.8.2004, una vez aprobado por el Consejo de Ministros el balance y cuenta de resultados del año 2003, 194,75 millones de euros, como importe restante de los beneficios de dicho ejercicio.

El detalle de los diferentes componentes que integran los beneficios de 2004 figura en el apartado siguiente, relativo a la cuenta de resultados.

**Notas explicativas a la cuenta de resultados**

1 INGRESOS POR INTERESES

Este epígrafe incluye los ingresos por intereses devengados por los principales activos del Banco de España. Su composición, en ambos ejercicios, ha sido la siguiente:

En millones de euros

	MONEDA EXTRANJERA		EUROS		TOTAL	
	2004	2003	2004	2003	2004	2003
Valores	171,18	432,62	758,41	384,15	929,59	816,76
Operaciones de política monetaria	0,00	0,00	522,03	460,61	522,03	460,61
Cuentas intra-Eurosistema	0,00	0,00	515,70	567,35	515,70	567,35
Otros activos	74,26	174,20	2,65	3,42	76,91	177,62
<b>TOTAL</b>	<b>245,44</b>	<b>606,82</b>	<b>1.798,79</b>	<b>1.415,52</b>	<b>2.044,24</b>	<b>2.022,34</b>

De los intereses de las inversiones en moneda extranjera, 245,44 millones de euros, su mayor parte, es decir, 171,18 millones (69,74%), proceden de inversiones en valores de renta fija en dólares USA, en las que se ha mantenido un saldo medio de 7.961,49 millones de dólares en 2004, frente a 18.804,95 millones en 2003, con una rentabilidad media del 2,6%, frente a 2,7% del año 2003. El resto de intereses se han originado por otras inversiones en dólares (depósitos, repos, etc.) y por las inversiones en DEG.

En relación con los intereses de las inversiones en euros (1.798,79 millones), cabe señalar que provienen de los siguientes activos:

En millones de euros y %

ACTIVOS	INVERSIÓN MEDIA	INTERESES	RENTABILIDAD MEDIA
Créditos a entidades por operaciones de política monetaria	25.322,51	522,03	2,0%
Saldo neto frente al BCE por operaciones TARGET	21.456,28	439,98	2,0%
Activo de contrapartida de las reservas transferidas al BCE	4.348,17	75,72	1,7%
Carteras de valores	27.743,09	758,41	2,7%
Otros	—	2,65	—
<b>TOTAL</b>	<b>78.870,05</b>	<b>1.798,79</b>	<b>2,2%</b>

El incremento de los ingresos por intereses denominados en euros (383,27 millones) se ha debido a la mayor inversión media realizada (56.974,82 millones en 2003), compensado por la caída de la rentabilidad media de estos activos (pasó del 2,5% en 2003 al 2,2% en 2004).

## 2 GASTOS POR INTERESES

Incluye los gastos por intereses devengados por los pasivos que se citan a continuación y con el detalle siguiente:

En millones de euros y %

	FINANCIACIÓN MEDIA	GASTOS POR INTERESES		COSTE MEDIO EN 2004
		2004	2003	
Remuneración de las reservas mínimas	13.322,18	271,88	274,38	2,0%
Depósitos de Administraciones Públicas	11.400,43	227,50	270,73	2,0%
Cuentas intra-Eurosistema.—Pasivos netos relacionados con la asignación de billetes	8.852,84	181,41	133,11	2,0%
Pasivos en moneda extranjera	379,92	6,81	11,64	1,8%
Otros pasivos	—	2,37	0,30	—
<b>TOTAL</b>	<b>33.955,36</b>	<b>689,97</b>	<b>690,15</b>	<b>2,0%</b>

La disminución del gasto frente al ejercicio anterior ha sido prácticamente irrelevante (0,18 millones de euros) y se ha debido a la caída del coste medio de la financiación (2,2% en 2003), compensada parcialmente por el incremento del saldo medio, que en 2003 ascendió a 30.370,05 millones.

## 3 GANANCIAS/PÉRDIDAS REALIZADAS PROCEDENTES DE OPERACIONES FINANCIERAS

Recoge los resultados producidos en la compraventa de activos financieros. En 2004, recoge también las ganancias realizadas de la cartera de deuda anotada del Estado, 105,96 millones de euros, que en 2003 se incluían en el epígrafe «Otros ingresos y quebrantos». En el ejercicio de 2004 los beneficios realizados en operaciones financieras han ascendido a 223,97 millones de euros, procedentes, fundamentalmente, de las siguientes fuentes:

En millones de euros

	MONEDA EXTRANJERA		EUROS		TOTAL	
	2004	2003	2004	2003	2004	2003
Venta de divisas	99,08	86,63	0,00	0,00	99,08	86,63
Venta de valores (por precio)	-10,44	657,73	135,18	87,57	124,74	745,30
Otras ganancias/pérdidas	0,16	0,44	0,00	0,95	0,16	1,39
<b>TOTAL</b>	<b>88,79</b>	<b>744,80</b>	<b>135,18</b>	<b>88,52</b>	<b>223,97</b>	<b>833,32</b>

- Las ganancias netas por diferencias de tipo de cambio en la venta de divisas se elevan a 99,08 millones de euros, correspondiendo 84,68 millones a pérdidas netas del ejercicio y 183,76 millones a beneficios por la realización de plusvalías latentes provenientes de operaciones a plazo contratadas en 2003 y ejecutadas en 2004. Del total de las ganancias netas citadas, 93,84 millones corresponden a la venta de dólares USA.
- Las ganancias netas por precio en venta de valores ascienden a 124,74 millones de euros, de los cuales 135,18 millones son beneficios en venta de valores en euros, y 10,44 millones pérdidas registradas en venta de valores en moneda extranjera (dólares USA).

Con respecto al ejercicio anterior, el total de las ganancias netas realizadas procedentes de operaciones financieras han experimentado una disminución de 609,34 millones, debido fundamentalmente a la disminución en 620,56 millones de euros por la venta de valores compensada parcialmente por el aumento de los beneficios obtenidos en venta de divisas por tipo de cambio (12,45 millones).

- El aumento del beneficio neto en venta de divisas por tipo de cambio respecto al año anterior (12,45 millones de euros) se ha debido a las menores pérdidas registradas en 2004, como consecuencia del menor volumen de ventas netas diarias de dólares USA en el ejercicio (3.870,44 millones de dólares en 2004, frente a 12.851,32 millones en 2003) y, sobre todo, a la materialización de los beneficios por plusvalías latentes derivados de las operaciones a plazo mencionadas anteriormente al vencimiento de las operaciones.
- La disminución de ganancias en venta de valores (620,56 millones) fue resultado de las pérdidas incurridas en venta de valores en moneda extranjera en 2004 (10,44 millones), frente a los beneficios obtenidos en 2003 (657,73 millones), compensado por los mayores beneficios obtenidos en ventas de valores en euros (135,18 millones, frente a 87,57 millones en 2003). La variación del resultado en moneda extranjera se debió al efecto conjunto de la evolución del precio de mercado de los valores y a la reducción del volumen de ventas (pasó de 34.276,07 millones de dólares en 2003 a 11.820,32 millones en 2004). Por su parte, el incremento en los beneficios obtenidos en venta de valores en euros respecto al año anterior estuvo relacionado fundamentalmente con el mayor volumen de ventas (pasó de 1.356,70 millones de euros en 2003 a 8.426,91 millones en 2004).

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 la depreciación por precio de los valores, en la parte que no puede compensarse con plusvalías latentes provenientes de ejercicios anteriores. En 2004, se incluyen en este epígrafe las minusvalías de la cartera de deuda anotada del Estado (-0,20 millones de euros), que anteriormente se recogían en el epígrafe «Otros ingresos y quebrantos».

La depreciación registrada en el ejercicio 2004 ha ascendido a 507,99 millones de euros, de los cuales 488,75 millones corresponden a minusvalías por tipo de cambio registradas en divisas, fundamentalmente en dólares USA (431,05 millones de euros), en DEG (41,94 millones) y en francos suizos (15,62 millones).

Las minusvalías latentes por el precio de los valores sumaron 18,97 millones; de ellos, 16,29 millones en valores denominados en dólares USA y 2,68 millones en valores denominados en euros.

5 DOTACIONES Y EXCESOS DE  
PROVISIÓN POR RIESGOS DE  
TIPO DE CAMBIO Y PRECIO

En el presente ejercicio se han aplicado a su finalidad provisiones para la cobertura de riesgos por tipo de cambio y precio por un importe de 507,99 millones de euros, para cubrir las minusvalías no realizadas en activos y posiciones financieras descritas en el apartado anterior. Al mismo tiempo, se ha dotado esta provisión por un importe de 308,09 millones de euros, con el objeto de establecer el nivel de cobertura que se considera adecuado a los riesgos a cubrir.

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	
	2004	2003	2004	2003
Operaciones exteriores	0,16	0,80	-2,49	-1,29
Operaciones interiores	10,34	12,44	-1,38	-0,87
<b>TOTAL</b>	<b>10,50</b>	<b>13,24</b>	<b>-3,87</b>	<b>-2,16</b>

Los menores ingresos netos por honorarios registrados en 2004 (40,12%) se han debido, sobre todo, al menor número de operaciones a través del Servicio de Liquidación del Banco de España por la incorporación de la Central de Anotaciones a Iberclear, y a una disminución de las tarifas aplicadas desde el 1 de marzo.

#### 7 DIVIDENDOS Y OTROS INGRESOS DE ACCIONES Y PARTICIPACIONES

Del total del importe registrado (12,41 millones de euros), 10,24 millones proceden de la participación en Bolsas y Mercados Españoles, y 2,17 millones de la participación en organismos internacionales. La diferencia respecto al ejercicio anterior (-57,12 millones) se debe fundamentalmente a que el BCE no ha distribuido dividendo ordinario (en 2003 pagó 67,47 millones de euros por la distribución de beneficios de 2002). Por otra parte, en 2004, los ingresos del BCE correspondientes a sus billetes euro en circulación por un importe total de 733 millones de euros fueron retenidos en su totalidad por el BCE de acuerdo con la decisión de su Consejo de Gobierno y a la vista de su resultado estimado para 2004. En consecuencia, el BCE tampoco distribuyó dividendo a cuenta correspondiente al señoreaje de sus billetes en 2004, al igual que ya sucedió en 2003.

#### 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 TARGET, 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 TARGET, 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 medio de rentabilidad del total de los activos identificables del conjunto de BCN.

Los ingresos monetarios puestos en común por el Eurosistema se asignarán 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, que ascienden a 896,91 millones de euros, y los asignados, que ascienden a 899,80 millones de euros, es el resultado neto del proceso de cálculo de los ingresos monetarios.

Además, en el presente ejercicio, debido a los resultados registrados por el BCE, el resultado neto de la redistribución de los ingresos monetarios refleja también la participación del Banco de España (147,92 millones de euros) en los ingresos monetarios retenidos para la cobertura de las pérdidas incurridas por el BCE en 2004 (ver nota 27 al balance).

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 es el siguiente:

En millones de euros		
DESCRIPCIÓN	2004	2003
Resultados extraordinarios	75,23	76,42
Mutualidad de empleados	-34,99	-37,48
Diversos	5,52	0,36
<b>TOTAL</b>	<b>45,75</b>	<b>39,30</b>

Los resultados extraordinarios por importe de 75,23 millones de euros se han producido fundamentalmente por el cobro a la Seguridad Social de intereses devengados en ejercicios anteriores (50,19 millones), así como por los ingresos procedentes de la venta de edificios de sucursales cerradas en 2003 (22,46 millones). La mayor parte del apartado «Diversos» corresponde a la compensación de 4,60 millones de euros, recibida por la disminución de la participación relativa del Banco de España en el patrimonio neto del BCE a 30 de abril de 2004 debido a los cambios en la clave de capital.

Como se menciona en la introducción y en las notas 3, 4 y 14 a la cuenta de resultados, en 2004 se han producido varias reclasificaciones desde este hacia otros epígrafes (las ganancias y pérdidas realizadas y no realizadas de la cartera de deuda anotada del Estado y los socorros por fallecimiento y jubilación), y desde otros epígrafes hacia este (gastos derivados de los compromisos de pago con la Mutualidad de empleados). El efecto conjunto de estas reclasificaciones representa en 2004 un menor importe, de 131,03 millones, en este epígrafe.

10 GASTOS DE PERSONAL

El incremento de gastos de personal, 14,99 millones de euros, se debe, fundamentalmente, a la dotación de provisiones relacionadas con el acuerdo de cierre de convenio colectivo para los ejercicios 2002 a 2005, por un importe de 37,49 millones de euros, compensado por los efectos derivados de la reestructuración de la red de sucursales y de recursos humanos acordada en 2002.

11 GASTOS EN BIENES Y SERVICIOS<sup>12</sup>

Recoge los gastos ocasionados por la adquisición de bienes corrientes, así como de servicios diversos recibidos durante el ejercicio. Los más relevantes son los gastos de oficina —incluidos los gastos informáticos—, que ascendieron a 46,04 millones de euros, y los gastos en inmuebles, que ascendieron a 18,25 millones de euros.

<sup>12</sup>. Dado que en el modelo armonizado de la cuenta de pérdidas y ganancias para el SEBC no se ha previsto explicitar los «tributos», estos se incluyen en el presente apartado.

Su detalle es el siguiente:

En millones de euros		
DESCRIPCIÓN	2004	2003
Gastos de oficina	-46,04	-38,55
Gastos de inmuebles	-18,25	-16,18
Transportes y comunicaciones	-6,32	-6,06
Vigilancia y seguridad	-5,98	-6,25
Gastos de formación y becas	-2,86	-2,12
Gastos diversos de funcionamiento	-8,49	-7,77
Tributos	-0,88	-0,91
<b>TOTAL</b>	<b>-88,79</b>	<b>-77,84</b>

Dentro de «Gastos diversos de funcionamiento», se incluyen 122.199,62 euros (IVA incluido) correspondientes a los honorarios de los auditores externos, PricewaterhouseCoopers, SL, por la realización, en 2004, de las auditorías sobre cuentas anuales del Banco, así como sobre la gestión, por parte del Banco de España, de las reservas del Banco Central Europeo. Asimismo, se han satisfecho a otras empresas del grupo otros 92.609,30 euros por la adquisición de productos y servicios informáticos y jurídicos.

#### 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		
DESCRIPCIÓN	2004	2003
Amortizaciones de inmuebles	-8,26	-8,41
Amortización de elementos de transporte	-0,64	-0,51
Amortización de muebles y equipo de oficina	-13,23	-12,27
Amortización de aplicaciones informáticas	-3,51	-3,06
<b>TOTAL</b>	<b>-25,65</b>	<b>-24,25</b>

#### 13 COSTES DE PRODUCCIÓN DE BILLETES

Su importe (31,26 millones de euros) corresponde a los gastos que satisface el Banco de España por la adquisición de billetes, esencialmente, a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre. Su disminución respecto al ejercicio anterior (17,71 millones de euros) se ha debido al menor volumen de los adquiridos por el Banco en este ejercicio.

#### 14 DOTACIONES Y APLICACIONES A OTROS FONDOS Y PROVISIONES

Las dotaciones en 2004 han ascendido a 17,82 millones de euros frente a unas recuperaciones de 35,22 millones en 2003. Esta variación (53,04 millones) se explica, fundamentalmente, por las recuperaciones derivadas de la modificación del método de cálculo de la provisión por los socorros por fallecimiento y jubilación establecidos en el artículo 190 del Reglamento de Trabajo efectuada en 2003 (45,26 millones) frente a las dotaciones que ha habido que efectuar en 2004 (9,73 millones) como consecuencia de la bajada de los tipos de interés a aplicar en los cálculos.

El Banco de España, al prestar servicios financieros, 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.

Con el detalle y por las causas señaladas en las notas anteriores, el beneficio del ejercicio 2004 ha ascendido a 808,95 millones de euros, en un 58,5% inferior al del ejercicio precedente.

Del citado importe, y en aplicación del Real Decreto 1080/2002, con fecha 2 de noviembre, se ingresaron en el Tesoro 807,89 millones de euros, correspondientes al 70% de los beneficios del Banco a 30.09.2004, sin que haya sido necesario realizar el primer día hábil de febrero de 2005 pago adicional alguno para alcanzar, junto con el importe anteriormente ingresado, el 90% de los beneficios, por estar ya cubierto dicho importe con el pago efectuado el 2 de noviembre de 2004. Una vez aprobadas por el Gobierno las cuentas anuales de este ejercicio 2004, se efectuará, en su caso, el ingreso en el Tesoro del importe restante que proceda.

### 3 Información específica según el artículo 4 de la Ley de Autonomía del Banco de España

#### **Aportaciones efectuadas por el Banco a los Fondos de Garantía de Depósitos (artículo 4.2 de la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1 de junio de 1994)**

La aportación del Banco de España a los Fondos de Garantía de Depósitos está regulada por el artículo 3.º 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.

Este último Real Decreto estableció que los Fondos de Garantía de Depósitos, solo excepcionalmente, «podrán nutrirse con aportaciones del Banco de España, cuya cuantía se fijará por Ley». En el año 2004, el Banco de España no hizo aportación alguna a los Fondos de Garantía de Depósitos.

#### **Lucro cesante**

En el siguiente cuadro se muestran los créditos vivos durante 2004, 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 art. 4.2 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España.

#### **SALDOS MEDIOS DE LOS CRÉDITOS VIVOS DURANTE 2004, CUYOS TIPOS HAN RESULTADO INFERIORES A LOS DE REFERENCIA**

En millones de euros y %

TÍTULO	SALDO MEDIO ESTIMADO EN 2004	TIPO DE INTERÉS PERCIBIDO	TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA	LUCRO CESANTE ESTIMADO
Endeudamiento neto del Estado	7.489,67	0,00	2,02	150,97
Créditos a la Seguridad Social	1.281,20	0,00	2,02	25,83
Préstamos vivienda y anticipos a empleados	28,82	0,39	2,02	0,47
<i>Préstamos vivienda</i>	6,74	1,68	2,02	0,02
<i>Anticipos reintegrables</i>	22,08	0,00	2,02	0,45
<b>TOTAL</b>	<b>8.799,69</b>	<b>0,00</b>	<b>2,02</b>	<b>177,26</b>

En el apartado «Endeudamiento neto del Estado» se incluye el saldo medio anual, en base diaria, de los créditos singulares otorgados al Estado antes de 1994 y de los depósitos mantenidos por el Tesoro en el Banco de España cuando arroja un saldo neto a favor de esta entidad.

En cuanto a los créditos a la Seguridad Social, la disposición transitoria sexta de la Ley 41/1994, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1995, al establecer las condiciones de amortización de determinados créditos a la Seguridad Social, dispuso que «los citados créditos no devengarán interés alguno a partir del 1 de enero de 1995».

El tipo de referencia utilizado para estimar el lucro cesante implícito en todos ellos ha sido la media mensual del tipo de interés de las operaciones principales de financiación durante el ejercicio.



Paseo de la Castellana, 43  
28046 Madrid  
Tel. +34 902 021 111  
Fax +34 913 083 566

## INFORME DE AUDITORÍA DE CUENTAS ANUALES

Al Excmo. Sr. Gobernador y al Consejo de Gobierno del Banco de España

Hemos auditado las cuentas anuales del Banco de España que comprenden el balance de situación al 31 de diciembre de 2004, la cuenta de resultados y la memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha, cuya formulación es responsabilidad del Consejo de Gobierno del Banco. Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre las citadas cuentas anuales en su conjunto, basada en el trabajo realizado de acuerdo con las normas de auditoría generalmente aceptadas, que requieren el examen, mediante la realización de pruebas selectivas, de la evidencia justificativa de las cuentas anuales y la evaluación de su presentación, de los principios contables aplicados y de las estimaciones realizadas.

Las cuentas anuales adjuntas presentan, a efectos comparativos, con cada una de las partidas del balance y de la cuenta de resultados, además de las cifras del ejercicio 2004, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas anuales del ejercicio 2004. Con fecha 31 de mayo de 2004 emitimos nuestro informe de auditoría acerca de las cuentas anuales del ejercicio 2003 en el que expresamos una opinión favorable.

En nuestra opinión, las cuentas anuales del ejercicio 2004 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 2004 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 los principios y normas contables que se indican en el apartado II.1 de la memoria, basados en la normativa contable establecida para los bancos centrales miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior.

PricewaterhouseCoopers Auditores, S.L.

José Wahnón Levy  
Socio – Auditor de Cuentas

27 de mayo de 2005

## 2 Informe de la Comisión de Auditoría

Los que suscriben, miembros del Consejo de Gobierno del Banco de España, D. Juan Muñoz García, D. Ángel Luis López Roa y D. Jesús Leguina Villa como integrantes de la Comisión de Auditoría designada por el citado Consejo de Gobierno, hemos recibido el encargo de someter a censura las cuentas de esta Institución correspondientes a 2004.

En virtud de este mandato, 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 2004, elaboradas por la Dirección General Adjunta de Régimen Interior del Banco de España; 2) estudio de la auditoría del balance y de la cuenta de resultados del Banco de España correspondientes a 2004, 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 2004 reflejan fielmente el patrimonio y la situación económica y financiera del Banco de España.

Madrid, a 12 de mayo de 2005.

D. JUAN MUÑOZ GARCÍA

D. ÁNGEL LUIS LÓPEZ ROA

D. 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 y, en particular, a las competencias del Banco de España (BE), aparecidas durante 2004 y los primeros tres meses del año 2005.

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 BE.

En segundo lugar, se ofrece un catálogo sistemático de materias cuya normativa ha sido objeto de modificaciones desde enero de 2004, especificando el mes de la fecha de la norma y el mes en que se publicó el *Boletín Económico* trimestral donde fueron analizadas.

11.4.2005.

## 1 Principales normas relativas al sistema financiero adoptadas desde enero de 2004 hasta marzo de 2005

### ENERO 2004

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2004 Y ENERO DE 2005.—Como viene siendo habitual durante el mes de enero de cada año, se publicaron el *RD 5/2004, de 9 de enero* (BOE de 11 de enero), por el que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2004 y enero de 2005; la *Orden ECO/30/2004, de 14 de enero* (BOE de 19 de enero), por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2004 y enero de 2005 y se delegan determinadas facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera, y las *Resoluciones de 21 y 22 de enero de 2004*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 27 y 29 de enero, respectivamente), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para el año 2004 y el mes de enero de 2005.

En sentido amplio, se mantienen los instrumentos, criterios y procedimientos de emisión vigentes en años anteriores, si bien se incorpora la opción de poder efectuar las subastas en términos de precio o de tipo de interés y algunos cambios menores en las fechas de las subastas. Al igual que en el año 2003, el Ministerio de Economía podrá disponer la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en moneda nacional o en divisas.

Respecto a los procedimientos de emisión para la deuda del Estado, se mantienen los sistemas de años anteriores. En particular, permanecen los siguientes procedimientos de emisión: mediante subastas (ofertas competitivas y no competitivas), y mediante cualquier técnica que no entrañe desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de los valores.

En cuanto a las letras del Tesoro, se ha considerado conveniente para el año 2004 introducir ligeras modificaciones para favorecer la emisión de letras del Tesoro. En particular, se incorpora la opción de poder efectuar las subastas en términos de precio o de tipo de interés. Las nuevas letras se emitirán a los plazos actuales (es decir, tres, seis, doce y dieciocho meses) y se mantendrá la agrupación de emisiones, a fin de consolidar el mercado de letras del Tesoro, garantizar su liquidez y mantener la competitividad con el resto de emisores institucionales del área del euro. Las subastas tienen lugar cada cuatro semanas, alternándose las emisiones de letras a tres y a seis meses. No obstante, los plazos de emisión pueden diferir de los señalados en el número de días necesario para facilitar la agrupación de vencimientos, de forma que la periodicidad de estos sea de dos meses, teniendo lugar en los meses pares y coincidiendo con las fechas de emisión para facilitar la reinversión de los tenedores.

Respecto a los bonos y obligaciones del Estado, se mantienen las características de emisión. Así, continúa la obligación de hacer público su calendario anual de subastas ordinarias con carácter trimestral, de acuerdo con los creadores del mercado, en función de las condiciones de los mercados y del desarrollo de las emisiones durante el año. En cualquier caso, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación así lo aconsejaran, el Tesoro podrá decidir, en la resolución mensual en la que se disponen las emisiones de bonos y obligaciones para el mes siguiente, no emitir en alguno de los plazos que, a título indicativo, se fijaron en el calendario trimestral.

En cuanto a los plazos de emisión, si bien se mantienen los mismos que el año anterior, se ha considerado conveniente retrasar las subastas mensuales de obligaciones del Estado al tercer jueves del mes para facilitar la gestión de la tesorería del Estado, al aproximar los ingresos de

las emisiones a las fechas de mayor concentración de pagos, reduciéndose con ello los excedentes diarios de caja. La subasta de bonos se seguirá efectuando en la primera semana del mes, si bien se traslada la fecha de resolución al jueves.

MERCADO DE VALORES: INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS COTIZADAS Y OTRAS ENTIDADES. — Se publicó la *Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre* (BOE del 8 de enero), sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades, y, en desarrollo de esta Orden, la *CCNMV 1/2004, de 17 de marzo* (BOE de 29 de marzo), sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas. Finalmente, en este contexto, también se publicó la *Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero* (BOE de 18 de febrero), sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

La Orden ECO/3722/2003 tiene por objeto, en general, desarrollar y completar el contenido, estructura y difusión del informe anual de gobierno corporativo, así como la transmisión al mercado, inversores y accionistas de otra información relevante.

Respecto del informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, se ha establecido su contenido mínimo, que versará sobre la estructura de propiedad de la sociedad, la estructura de administración de la misma, las operaciones vinculadas y operaciones intragrupo, los sistemas de control del riesgo, el funcionamiento de la Junta General y, finalmente, del grado de seguimiento de las recomendaciones en materia de buen gobierno. En relación con el informe anual de gobierno corporativo de las entidades que emitan valores que se negocien en mercados oficiales (excepto para las cajas de ahorros, cuyo informe es objeto de regulación específica), la Orden establece su contenido mínimo (que tratará sobre iguales temas que el de sociedades cotizadas) y faculta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) para detallar el mismo y su estructura. En cuanto a los hechos relevantes de los emisores de valores, se ha fijado que su difusión se realizará a través de las páginas web de los emisores, si bien se comunicará previamente a la CNMV.

Por su parte, la CCNMV 1/2004, de 17 de marzo, detalla el contenido y estructura del informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y de otras entidades emisoras de valores admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales —distintas de las cajas de ahorros— estableciendo un modelo a tal efecto. Este modelo exige un pronunciamiento concreto sobre distintas cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo, pero no impide que las entidades puedan voluntariamente añadir cualquier otra información, aclaración o matiz relacionados con las prácticas de gobierno corporativo en la medida en que resulten relevantes para la comprensión del informe.

Por último, la Orden ECO/354/2004 tiene por objeto, en general, desarrollar y completar el contenido, estructura y difusión del informe anual de gobierno corporativo, así como la transmisión al mercado e inversores de otra información relevante. Por ello, su estructura y disposiciones no hacen sino replicar, con las necesarias adaptaciones derivadas de la distinta naturaleza jurídica de las cajas, las de la mencionada Orden ECO/3722/2003. Por tanto, tan solo cabe destacar, por una parte, que el contenido mínimo del informe anual de gobierno corporativo refleja las consecuencias de dicha naturaleza (por ejemplo, obviando la estructura de capital de las cajas y aludiendo, entre otras cosas, a las operaciones con instituciones públicas presentes en sus órganos de gobierno o al informe de la Comisión de Inversiones) y, por

otra, que la obligación de difundir determinada información a través de la página web (cuya responsabilidad se atribuye al director general en vez de al Consejo) se limita al propio informe, así como a los hechos relevantes conceptuados como tales en la Ley 24/19888, del Mercado de Valores, siendo opcional la inclusión de información adicional.

**SOCIEDADES Y SERVICIOS DE TASACIÓN HOMOLOGADOS: INFORMACIÓN A RENDIR AL BANCO DE ESPAÑA.**—Para dar cumplimiento a la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras, se publicó la *CBE 5/2003, de 19 de diciembre* (BOE de 8 de enero), sobre sociedades y servicios de tasación homologados, que modifica a la Circular 3/1998, de 27 de enero, sobre la información a rendir al Banco de España.

La presentación de estados al Banco de España deberá hacerse mediante transmisión telemática, de conformidad con las especificaciones técnicas que se comuniquen al efecto. Además, se podrá solicitar de manera individual la confirmación en impreso, debidamente cumplimentado, de cualquiera de los estados rendidos mediante transmisión telemática. Excepcionalmente, y solo por causas debidamente justificadas, se podrá autorizar la presentación de todos o algunos de los estados en impresos preparados por el Banco de España. La información recibida de las entidades de tasación se comunicará, una vez agregada, a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y a la CNMV, y se distribuirá entre las propias sociedades y servicios de tasación.

## **FEBRERO 2004**

**REGLAMENTO DE LOS COMISIONADOS PARA LA DEFENSA DEL CLIENTE DE SERVICIOS FINANCIEROS.**—Se publicaron el *Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero* (BOE de 3 de marzo), por el que se aprueba el Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros, y, más tarde, la *Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo* (BOE de 24 de marzo), sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras, con el ánimo de mejorar la calidad de los servicios financieros y de avanzar en la transparencia y protección de su clientela.

El Reglamento ha desarrollado aspectos relacionados con el nombramiento y rango jerárquico de los comisionados, procedimiento de resolución de quejas y reclamaciones y contenido de la memoria anual que, como resumen de su actuación, han de publicar aquellos. Asimismo, ha establecido que el Comisionado para la Defensa del Cliente de Servicios Bancarios, el Comisionado para la Defensa del Inversor y el Comisionado para la Defensa del Asegurado y del Partícipe en Planes de Pensiones tendrán como objetivo ser garantes de la protección de los intereses y derechos de los clientes de servicios financieros, y el reforzamiento de la transparencia y de las buenas prácticas y usos financieros en sus respectivos ámbitos. A tal efecto, y según lo previsto en el marco legal indicado, se asignan como competencias básicas de los comisionados las relativas a la resolución de las quejas y reclamaciones de los usuarios de los servicios financieros —si bien el informe final sobre las mismas no es vinculante—, así como el asesoramiento ante las consultas que se les formule sobre sus derechos en tales materias y los cauces legales para su ejercicio.

Estos órganos estarán adscritos al Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, respectivamente, si bien su actuación será independiente y autónoma. Con el fin de que queden dotados de los medios profesionales y operativos necesarios para asegurar la eficacia en su actuación, se declaran adscritos al respectivo comisionado, en su función de soporte administrativo y técnico, los correspondientes servicios de reclamaciones o unidades administrativas equivalentes existentes en las instituciones citadas.

Por su parte, la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, tiene por objeto regular los requisitos y procedimientos que deben cumplir los departamentos y servicios de atención al cliente, así como el defensor del cliente de las entidades financieras. En este sentido, dichas entidades deberán disponer de un departamento o servicio especializado de atención al cliente, que tenga por objeto atender y resolver las quejas y reclamaciones que presenten sus clientes, así como promover el cumplimiento de la normativa de transparencia y protección de la clientela y de las buenas prácticas y usos financieros.

Los titulares del departamento o servicio de atención al cliente y del defensor del cliente deberán ser personas con honorabilidad comercial y profesional, y con conocimiento y experiencia adecuados para ejercer sus funciones. La designación del titular del departamento o servicio de atención al cliente y, en su caso, del defensor del cliente será comunicada al comisionado o comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros y a la autoridad o autoridades supervisoras que correspondan por razón de su actividad.

CAJAS DE AHORROS: CUOTAS PARTICIPATIVAS.—El *Real Decreto 302/2004, de 20 de febrero* (BOE de 3 de marzo), sobre cuotas participativas, desarrolló determinados aspectos técnicos del régimen de emisión y funcionamiento de las cuotas participativas de las cajas de ahorros. Entre otras novedades, respecto al régimen jurídico de las cuotas participativas, se señala que les será aplicable parte del régimen correspondiente a las acciones contenido en el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (en adelante, Ley de Sociedades Anónimas). Además, su emisión se somete a la normativa general de los valores negociables, y se precisa la obligación legal de cotizar en mercados secundarios organizados de acuerdo a la naturaleza de renta variable del instrumento.

En segundo lugar, se regula el procedimiento de emisión, incluyendo el alcance de la delegación en el consejo de administración y el contenido mínimo del acuerdo de emisión. Adicionalmente, se determina la fórmula de reparto de la prima de emisión, tanto en la primera como en sucesivas emisiones, entre el fondo de reserva de los cotopartícipes y las reservas generales de la caja, completándose así un procedimiento de emisión basado en la determinación de un porcentaje del excedente de libre disposición atribuido a los cotopartícipes como medida cuantitativa de la emisión.

En tercer lugar, se regula la creación y funcionamiento del sindicato de cotopartícipes, tomando como referencia el régimen previsto para la asamblea de obligacionistas de la Ley de Sociedades Anónimas.

Finalmente, el Real Decreto concreta también los criterios para la retribución de las cuotas, atendiendo a la necesidad de conciliar los aspectos prudenciales y el atractivo del instrumento para los inversores. Finalmente, se desarrollan los aspectos relacionados con la exclusión del derecho de suscripción preferente, el límite del 5% a la tenencia de cuotas y los supuestos de amortización de estas y de fusión de la caja emisora.

REGLAMENTO DE PLANES Y FONDOS DE PENSIONES.—Se publicó el *Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero* (BOE de 25 de febrero), por el que se aprueba el Reglamento de planes y fondos de pensiones, que actualiza, sistematiza y completa la adaptación de la normativa reglamentaria en materia de planes y fondos de pensiones, contando asimismo con la experiencia acumulada en la materia, y tomando como referencia los desarrollos en el ámbito de la Unión Europea.

El nuevo Reglamento integra y sustituye al reglamento originario, aprobado mediante el Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre, y parcialmente modificado posteriormente mediante el Real Decreto 1589/1999, de 15 de octubre. A continuación se comentan los aspectos más relevantes de este Reglamento.

En primer lugar, incorpora los diferentes aspectos introducidos mediante la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social (en adelante, Ley de Acompañamiento de 2002), referentes a la consideración de los planes de pensiones de empleo como un instrumento de previsión social empresarial coordinado con los procesos de representación y negociación colectiva en el ámbito laboral, ofreciendo a las partes implicadas un grado de autonomía y libertad de pactos que permita su adaptación a las necesidades y características que concurren en el ámbito laboral y empresarial con mayor flexibilidad.

En segundo lugar, avanza en la diferenciación establecida en la Ley de Acompañamiento de 2002 entre los fondos de pensiones de empleo (que integran planes de pensiones de empleo) y los fondos de pensiones personales (que integran planes de pensiones individuales y asociados), dada la diferente naturaleza de sus objetivos. Los primeros se encuadran en el denominado «segundo pilar» de la previsión complementaria, que permite instrumentar los compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores, mientras que los segundos se encuadran en el denominado «tercer pilar», que canaliza decisiones individuales e independientes de ahorro finalista.

Finalmente, el Reglamento orienta las inversiones de los fondos de pensiones, estableciendo una mayor seguridad jurídica para los sujetos intervinientes en el proceso de inversión, y aumentando el nivel de transparencia e información hacia los partícipes.

FONDO DE RESERVA DE LA SEGURIDAD SOCIAL.—El *Real Decreto 337/2004, de 27 de febrero* (BOE de 9 de marzo), por el que se desarrolla la Ley 28/2003, de 29 de septiembre, reguladora del Fondo de Reserva de la Seguridad Social, completó algunos aspectos de dicha Ley. Asimismo, estableció, entre otros elementos, los criterios de corrección de los excedentes presupuestarios por prestaciones de naturaleza contributiva y demás gastos para su gestión en el sistema de la Seguridad Social; los valores que han de constituir la cartera del Fondo de Reserva, los grados de liquidez de esta, el régimen de disposición de los activos que lo integran y demás actos de su gestión financiera, y las actuaciones de la Intervención General de la Seguridad Social en este ámbito y el régimen de funcionamiento del Comité de Gestión, la Comisión Asesora de Inversiones y la Comisión de Seguimiento del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, cabe reseñar los siguientes aspectos: las dotaciones del Fondo de Reserva serán acordadas en cada ejercicio por el Consejo de Ministros, y materializadas, de forma inicial, con el ingreso financiero que la Tesorería General de la Seguridad Social efectúe desde la cuenta abierta en el Banco de España hacia la cuenta específica del Fondo de Reserva de la Seguridad Social abierta en el mismo Banco. En una materialización posterior, el Fondo de Reserva podrá invertir en títulos emitidos por personas jurídicas públicas nacionales y extranjeras, de calidad crediticia elevada y con un significativo grado de liquidez, es decir, negociados en mercados regulados o sistemas organizados de negociación, así como en otros valores de calidad crediticia elevada emitidos por personas jurídicas públicas en que así se acuerde por el Consejo de Ministros. A estos efectos, también tendrán la consideración de materialización los importes mantenidos en efectivo como activo líquido en la cuenta abierta en el Banco de España.

Las adquisiciones de los activos financieros públicos de materialización del Fondo de Reserva se realizarán por la Tesorería General de la Seguridad Social a través del Banco de España, que actuará como agente y banco depositario de aquellos. Los activos financieros estarán anotados en la cuenta abierta por la Tesorería General de la Seguridad Social en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (IBERCLEAR) y en cualquier otra que, en su caso, pueda proponer el Comité de Gestión del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.

## MARZO 2004

DESARROLLO DE LA NORMATIVA SOBRE CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS.—La *Orden Eco/697/2004, de 11 de marzo* (BOE de 18 de marzo), sobre la Central de Información de Riesgos (en adelante, CIR), estableció la periodicidad y forma de remisión de las declaraciones; las características de los titulares declarables, y las clases y las características de los riesgos a declarar. En términos similares a la normativa anterior, las entidades declarantes (que son las entidades de crédito) están obligadas a proporcionar a la CIR los datos necesarios para identificar a las personas con quienes se mantengan, directa o indirectamente, riesgos de crédito, así como las características de dichas personas. Dichas declaraciones deberán remitirse a la CIR con periodicidad mensual y recogerán la situación existente en el último día del mes al que se refieran. A tal efecto, el Banco de España establecerá el procedimiento, forma y plazo de remisión de las declaraciones periódicas, así como el sistema para presentar declaraciones complementarias con rectificaciones de datos previamente declarados.

Los datos de los titulares comprenderán los que se precisen para su adecuada identificación, tales como nombre, domicilio, fecha de nacimiento y código o número de identificación fiscal o similar. También incluirán aquellos que se necesiten para el análisis económico y estadístico de la información, tales como provincia, sector, actividad económica y situación concursal; la condición de empresario individual cuando actúe en el ejercicio de su actividad empresarial, así como los datos que se consideren necesarios para el adecuado ejercicio de las facultades de supervisión e inspección en base consolidada del Banco de España, incluyendo, en su caso, la vinculación con otros titulares declarados que pertenezcan al mismo grupo económico.

El Banco de España determinará las clases de riesgos a declarar, así como el alcance de los datos a declarar respecto a las características y circunstancias de las diferentes clases de riesgos, pudiendo solicitar la declaración de los datos que considere necesarios para el cumplimiento de las finalidades a las que sirve la CIR, en especial la relativa al adecuado ejercicio de las facultades de supervisión e inspección de las entidades declarantes por parte de las autoridades competentes.

Finalmente, se establece la regulación básica, que podrá ser desarrollada por el Banco de España, sobre el contenido de los informes que tendrán derecho a obtener las entidades declarantes, destacando que en los mismos se omitirá, entre otros datos, la denominación de las entidades con las que los titulares hubieran contraído los riesgos.

PRÉSTAMO DE VALORES NEGOCIADOS EN MERCADOS SECUNDARIOS.—La *Orden Eco/764/2004, de 11 de marzo* (BOE de 26 de marzo), reguló determinados aspectos de los préstamos de valores, y, en concreto, desarrolló las obligaciones específicas de información de carácter financiero de los contratos de préstamo de valores admitidos a negociación en un mercado secundario, así como habilitó a la CNMV para fijar los límites generales al volumen de operaciones de préstamo que pueden otorgar las entidades o a las condiciones en que dichas operaciones se practiquen, con el objetivo de evitar posibles distorsiones en la cotización de los valores objeto de préstamo o su posible utilización con fines ajenos a su naturale-

za y objeto. Las previsiones de la presente Orden no serán aplicables a las operaciones de préstamo realizadas sobre valores de deuda pública en anotaciones, que seguirán rigiéndose por su normativa específica.

Los organismos rectores de los mercados secundarios, previa comunicación a la CNMV, publicarán en sus boletines de cotización la relación de valores que se determinen como aptos para ser objeto de préstamo, así como sus sucesivas actualizaciones.

Cada entidad informante deberá comunicar al órgano receptor determinada información, como la fecha de perfección y de cancelación o vencimiento de la operación de préstamo; la identificación y el número de los valores prestados, y las garantías otorgadas, en caso de que se entreguen o constituyan a través del sistema de registro, compensación y liquidación gestionado por el órgano receptor.

Las entidades que realicen préstamos de valores deberán incorporar a sus reglamentos internos de conducta las medidas organizativas necesarias para evitar flujos indebidos de información relacionada con su actividad de préstamo de valores y, si el volumen de dicha actividad lo justifica de acuerdo con lo que a tales efectos determine la CNMV, constituir unidades especializadas separadas de las que desarrollen otro tipo de actividad sobre los mismos valores.

Finalmente, los organismos rectores de los mercados en los que cotizan los valores prestados, con la asistencia necesaria de la Sociedad de Sistemas o de la entidad que realice las funciones de registro, compensación y liquidación en el mercado en donde se negocie el valor objeto del préstamo, darán publicidad a los saldos de los préstamos de valores existentes en cada momento, así como a la constitución y cancelación de los préstamos y otros aspectos que la CNMV considere de interés para los mercados. Asimismo, dichos organismos y los correspondientes sistemas de compensación y liquidación podrán, previo informe favorable de la CNMV, establecer los procedimientos y los sistemas para unificar, simplificar y agilizar la tramitación administrativa y tratamiento informático de los préstamos de valores.

TEXTO REFUNDIDO DE DETERMINADAS LEYES FISCALES. —La disposición adicional cuarta de la Ley 46/2002, de 18 de diciembre, de reforma parcial del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), del impuesto sobre sociedades y del impuesto sobre la renta de no residentes, en la redacción dada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, establecía que el Gobierno debía elaborar y aprobar en el plazo de quince meses a partir de la entrada en vigor de esta Ley los textos refundidos del IRPF, del impuesto sobre la renta de no residentes y del impuesto sobre sociedades. Dando cumplimiento a dicho precepto, el Gobierno publicó el *Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo* (BOE de 12 de marzo), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del IRPF; el *Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo* (BOE de 12 de marzo), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, y el *Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo* (BOE de 12 de marzo), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.

EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN: NORMAS CONTABLES, MODELOS RESERVADOS Y PÚBLICOS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS Y CUENTAS ANUALES DE CARÁCTER PÚBLICO. —La *CCNMV 2/2004, de 31 de marzo* (BOE de 12 de abril), sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros y cuentas anuales de carácter público de las empresas de servicios de inversión (en adelante, ESI), modificó, parcialmente, la *CCNMV 5/1990, de 28 de noviembre*, sobre normas contables, modelos reservados y pú-

blicos de los estados financieros, y cuentas anuales de carácter público de las sociedades y agencias de valores, y determinó el tratamiento contable del oro como divisa.

La Circular amplía el ámbito de aplicación de la CCNMV 5/1990 a todas las entidades con categoría de ESI, incluyendo dos nuevos modelos de estados reservados en los que se requiere información de carácter estadístico sobre la actividad de gestión de carteras y depósito de valores por cuenta de terceros. Asimismo, establece la obligatoriedad para las sociedades gestoras de carteras de remisión del mismo informe especial complementario al de auditoría de cuentas que en la actualidad es preceptivo para las sociedades y agencias de valores.

La documentación exigida en la Circular, así como los modelos públicos establecidos, se presentarán en miles de euros redondeados, salvo cuando se indique expresamente otra cosa. Con independencia de lo anterior, la CNMV podrá exigir de las entidades, con carácter general o particular, cuanta información precise como aclaración y detalle de los estados anteriores, o para cualquier otra finalidad surgida en el desarrollo de las funciones que le están encomendadas.

Finalmente, la presentación de los estados reservados y públicos deberá hacerse por vía telemática, mediante el sistema CIFRADO/CNMV, aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV de 11 de marzo de 1998, u otro similar.

#### ABRIL 2004

DIRECTIVA COMUNITARIA RELATIVA A LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.— Se publicó la *Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004* (DOUE de 30 de abril), relativa a las ofertas públicas de adquisición, con el fin de proteger a los titulares de valores admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro y, en especial, a los que posean participaciones minoritarias, cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un cambio de control de la sociedad.

La Directiva contempla las medidas de coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas, los códigos de prácticas u otros instrumentos de los Estados miembros, incluidos los establecidos por organismos oficialmente habilitados para regular los mercados, relativos a las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, OPA), cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado en uno o varios Estados miembros. No obstante, no se aplicará a las OPA de valores emitidos por sociedades cuyo objeto sea la inversión colectiva de capitales aportados por el público, y cuyo funcionamiento esté sometido al principio del reparto de riesgos, y sus acciones, a petición de los titulares, se readquieran o reembolsen directa o indirectamente a cargo de los activos de dichas sociedades. Tampoco se aplicará a las OPA de valores emitidos por los bancos centrales de los Estados miembros. Dicho Estados deberán designar a una o a varias autoridades que se encarguen de supervisar los aspectos de la oferta regulados por la presente Directiva, y de velar para que se cumplan las normas adoptadas en la misma.

Por otro lado, cuando una persona física o jurídica, como resultado de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen en concierto con ella, llegue a poseer valores de una sociedad que le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán para que dicha persona esté obligada a presentar una OPA, a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. Dicha OPA se dirigirá a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores al precio equitativo que se define en esta Directiva. Además, es preciso que se establezcan medidas adicionales para la protección de los intereses de los ti-

titulares de valores, tales como la obligación de presentar una oferta parcial cuando el oferente no adquiriera el control de la sociedad o la obligación de presentar una oferta simultáneamente a la adquisición del control de la sociedad.

En otro orden de cosas, dichos Estados velarán para que el oferente elabore y publique oportunamente un folleto de oferta que contenga la información necesaria para que los titulares de valores de la sociedad afectada puedan tomar una decisión respecto de la oferta con pleno conocimiento de causa. Antes de publicar el folleto, el oferente lo transmitirá a la autoridad supervisora, y, una vez publicado, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente lo remitirán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores. Asimismo, se dispondrá que el plazo de aceptación de la oferta no pueda ser inferior a dos semanas ni superior a diez a partir de la fecha de publicación del folleto de oferta. No obstante, los Estados miembros podrán prever que se prolongue el período de diez semanas, siempre y cuando el oferente notifique, al menos con dos semanas de antelación, su intención de cerrar la oferta.

Finalmente, los Estados miembros adaptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la presente Directiva, a más tardar, el 20 de mayo de 2006.

DIRECTIVA COMUNITARIA RELATIVA A LAS EMPRESAS DE INVERSIÓN Y A LOS MERCADOS REGULADOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.—Se ha publicado la *Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004* (DOUE de 30 de abril), relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican la Directiva 85/611/CEE, la 93/6/CEE del Consejo y la 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

La Directiva —que entró en vigor el 30 de abril de 2004— se aplicará a las empresas de servicios de inversión (en adelante, ESI) y a los mercados regulados, así como a las entidades de crédito autorizadas cuando presten uno o varios servicios o realicen una o varias actividades de inversión en la Unión Europea.

De forma similar a la establecida en la Directiva 93/22/CEE, los Estados miembros exigirán que esté sujeta a autorización la prestación de servicios o la realización de actividades de inversión como profesión o actividad habitual. Esta autorización la concederá la autoridad competente designada por el Estado miembro de origen. Asimismo, la ESI facilitará toda la información necesaria —incluido un programa de operaciones que exponga, entre otras cosas, los tipos de actividad previstos y su estructura organizativa— para que la autoridad competente pueda comprobar que dicha empresa ha adoptado, en el momento de la autorización inicial, todas las medidas exigidas para el cumplimiento de sus obligaciones.

Como novedad, se establece que, en el caso de que las empresas de inversión presten únicamente asesoramiento en materia de inversión, o el servicio de recepción y transmisión de órdenes, los Estados miembros podrán permitir que la autoridad competente delegue cometidos administrativos, preparatorios o auxiliares relacionados con la concesión de la autorización o con la revisión de las condiciones de la autorización inicial.

Por otro lado, los Estados miembros exigirán a las ESI o gestores del mercado que gestionan un Sistema de Negociación Multilateral (en adelante, SMN) que establezcan normas y procedimientos transparentes y no discrecionales que aseguren una negociación justa y ordenada, y que fijen criterios objetivos para una ejecución eficaz de las órdenes, así como que fijen

normas transparentes en relación con los criterios para determinar los instrumentos financieros que pueden negociarse en el marco de sus sistemas. También exigirán que las empresas de inversión o gestores del mercado que gestionan un SMN proporcionen información pública suficiente para que sus usuarios puedan formarse una opinión sobre las inversiones, teniendo en cuenta tanto la naturaleza de los usuarios como los tipos de instrumentos negociados.

En otro orden de cosas, se amplían las normas de conducta establecidas en la Directiva 93/22/CEE y que las ESI deberán observar en todo momento en relación con la prestación de servicios de inversión a sus clientes. En especial, al prestar asesoramiento en materia de inversiones o realizar gestión de carteras, la ESI obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente o posible cliente, con el fin de que la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan.

Por otro lado, la ESI creará un registro que incluya el documento o documentos objeto del acuerdo entre la empresa y el cliente que estipulen los derechos y las obligaciones de las partes y las demás condiciones en las que la empresa prestará servicios al cliente. Asimismo, el cliente deberá recibir de la ESI informes adecuados sobre el servicio prestado a sus clientes. Dichos informes incluirán, en su caso, los costes de las operaciones y servicios realizados por cuenta del cliente.

Respecto a la libertad de establecimiento y de prestación de servicios, como ya señalaba la Directiva 93/22/CEE, los Estados miembros se asegurarán de que toda ESI autorizada y supervisada por la autoridad competente de otro Estado miembro pueda prestar libremente servicios o actividades de inversión, así como servicios auxiliares en su territorio, siempre que dichos servicios y actividades estén cubiertos por la autorización. Solo podrán prestarse servicios auxiliares junto con un servicio o actividad de inversión. Asimismo, sin otro requisito legal o administrativo, los Estados miembros permitirán que las empresas de inversión y los gestores del mercado que gestionen SMN de otros Estados miembros establezcan en su territorio mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o participantes establecidos en dicho territorio.

Por otra parte, los Estados miembros se asegurarán de que puedan prestarse servicios o realizarse actividades de inversión y prestarse servicios auxiliares en su territorio mediante el establecimiento de una sucursal (libertad de establecimiento), a condición de que dichos servicios y actividades estén cubiertos por la autorización concedida a esa ESI o entidad de crédito en su Estado miembro de origen. También en este caso solo se podrán prestar servicios auxiliares junto con un servicio o actividad de inversión.

En cuanto a los mercados regulados de instrumentos financieros, su autorización solo se concederá cuando la autoridad competente esté convencida de que tanto el gestor del mercado como los sistemas del mercado regulado cumplen, como mínimo, los requisitos fijados en la Directiva. El gestor del mercado regulado facilitará toda la información necesaria para que la autoridad competente pueda comprobar que el mercado regulado ha adoptado, en el momento de la autorización inicial, todas las medidas necesarias para cumplir sus obligaciones. Dicha información ha de incluir un programa de operaciones que exponga, entre otras cosas, los tipos de actividad previstos y la estructura organizativa del mercado regulado. También se exigirá que las personas que efectivamente dirigen las actividades y las operaciones del mercado regulado gocen de la honorabilidad y la experiencia suficientes para asegurar la gestión y el funcionamiento adecuado y prudente del mercado regulado.

Los mercados regulados podrán admitir como miembros o participantes a empresas de inversión, a entidades de crédito y a otras personas que: a) sean idóneas; b) posean un nivel suficiente de aptitud y competencia en materia de negociación; c) tengan establecidas, en su caso, medidas de organización adecuadas, y d) dispongan de recursos suficientes para la función que han de cumplir, teniendo en cuenta los diversos mecanismos financieros que el mercado regulado puede haber establecido para garantizar la correcta liquidación de las operaciones.

Los Estados miembros, sin otros requisitos legales o administrativos, permitirán que los mercados regulados en otros Estados miembros establezcan en su territorio los mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la negociación remota en esos mercados regulados. El mercado regulado deberá comunicar a la autoridad competente de su Estado miembro de origen el Estado miembro en el que tenga previsto establecer dichos mecanismos. La autoridad competente del Estado miembro de origen comunicará esta información, en el plazo de un mes, al Estado miembro en el que el mercado regulado tenga previsto establecer dichos mecanismos. También comunicará, a petición de la autoridad competente del Estado miembro de acogida y en un plazo de tiempo razonable, la identidad de los miembros o participantes del mercado regulado establecido en dicho Estado miembro.

Finalmente, la autoridad competente de un mercado regulado no podrá oponerse a que se recurra a contrapartidas centrales, cámaras de compensación o sistemas de liquidación de otro Estado miembro, salvo que pueda demostrar que su oposición es necesaria para mantener el funcionamiento ordenado de ese mercado regulado.

MEDIDAS DE APLICACIÓN DE LA DIRECTIVA SOBRE LAS OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y LA MANIPULACIÓN DEL MERCADO (ABUSO DEL MERCADO): ALGUNAS PRECISIONES. — Se promulgó la *Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004* (DOUE de 30 de abril), a efectos de precisar la aplicación de la *Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)*, en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.

Los Estados miembros velarán para que las autoridades competentes tengan en cuenta, entre otros aspectos, los siguientes criterios al evaluar la aceptabilidad de una práctica de mercado concreta: a) el grado de transparencia de la práctica de mercado correspondiente con respecto al conjunto del mercado; b) la intensidad del impacto de la práctica de mercado correspondiente sobre la liquidez y la eficiencia del mercado; c) la medida en que la práctica en cuestión se ajusta a los mecanismos de negociación del mercado del que se trate y permite a los participantes en ese mercado reaccionar de manera adecuada y rápida a la nueva situación de mercado que cree dicha práctica, y d) el riesgo que representa la práctica correspondiente para la integridad de los mercados vinculados, directa o indirectamente, regulados o no, sobre el instrumento financiero en toda la Comunidad.

Dichos Estados garantizarán que las autoridades competentes, antes de aceptar o rechazar la práctica de mercado en cuestión, consultarán a los organismos pertinentes, tales como los representantes de los emisores, los prestadores de servicios financieros, los consumidores, otras autoridades y los operadores del mercado.

Por otro lado, los Estados miembros velarán para que las listas de personas con información privilegiada incluyan a todas aquellas que tengan acceso a este tipo información rela-

cionada, directa o indirectamente, con el emisor, ya sea de forma regular u ocasional. En estas listas se deberá mencionar, como mínimo, la identidad de cualquier persona que tenga acceso a información privilegiada, el motivo por el que figuran en la lista, y las fechas de creación y actualización de la lista. Finalmente, los Estados miembros velarán para que las listas se mantengan, al menos, durante cinco años desde su elaboración o desde su actualización.

También velarán para que todas las operaciones relacionadas con acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o con derivados u otros instrumentos financieros vinculados a ellas, efectuadas por cuenta propia por administradores y directivos de las entidades emisoras o por personas a ellos vinculadas, sean notificadas a las autoridades competentes. Las normas de notificación que deberán cumplir estas personas serán las de los Estados miembros donde tenga su domicilio social el emisor. La notificación a la autoridad competente de dicho Estado miembro se realizará en los cinco días laborables que sigan a la fecha de la operación.

Por otro lado, los Estados miembros garantizarán que las autoridades competentes que reciban la notificación de operaciones sospechosas transmitan dicha información inmediatamente a las autoridades competentes de los mercados regulados correspondientes. El contenido de la notificación incluirá, entre otros aspectos, la siguiente información: a) la descripción de las operaciones; b) las razones que lleven a sospechar que la operación podría constituir abuso de mercado; c) la calidad en que actúa la persona sujeta a la obligación de notificar, y d) cualquier otra información pertinente relativa a las operaciones sospechosas.

Finalmente, los Estados miembros adaptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la presente Directiva, a más tardar, el 12 de octubre de 2004.

SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES: MODIFICACIÓN DEL SISTEMA TARGET. — El Consejo de Gobierno del BCE publicó la *Orientación BCE/2004/4, de 21 de abril* (DOUE de 9 de junio), por la que se modificaron algunos aspectos recogidos en la *Orientación BCE/2001/3, de 26 de abril*, que establece los fundamentos del TARGET. El contenido de la nueva *Orientación* se refiere, básicamente, a dos aspectos. Por un lado, se introduce una mención expresa que generaliza la posibilidad de que los sistemas de liquidación bruta en tiempo real de los Estados miembros de la Unión Europea que no han adoptado el euro puedan conectarse al sistema TARGET. La implantación de este aspecto no requiere, sin embargo, una modificación específica de la normativa del Servicio de Liquidación del Banco de España (en adelante, SLBE).

Por otro lado, la *Orientación* modifica determinados aspectos relacionados con el sistema de compensación en caso de mal funcionamiento del sistema TARGET, de forma que ahora tanto la entidad emisora como la receptora de una orden de pago puedan reclamar una compensación por sus gastos de administración.

Con el fin de incorporar estos últimos cambios a la normativa del SLBE, el Banco de España publicó la *CBE 2/2004, de 23 de julio* (BOE de 30 de julio), sobre actualización del sistema de compensación en caso de mal funcionamiento del sistema TARGET, que modifica la *CBE 2/2003, de 24 de junio*.

La *CBE 2/2003* contemplaba que la *entidad emisora* de las órdenes de pago pudiera realizar una reclamación de compensación en concepto de intereses y de los gastos de administra-

ción y que la *entidad receptora* de las órdenes de pago pudiera realizar una reclamación de compensación solo en concepto de intereses. Ahora, como novedad, la CBE 2/2004 establece que la entidad receptora de órdenes de pago puede realizar una reclamación de compensación por sus gastos de administración, siempre que el participante no hubiera recibido un pago por TARGET que esperaba recibir en el día en que se produjo el mal funcionamiento del sistema. En este caso, y como ocurría anteriormente, también se podría reclamar una compensación en concepto de intereses si el participante hubiera recurrido a la facilidad marginal de crédito o si, tratándose de un participante sin acceso a dicha facilidad, tuviese un saldo deudor al finalizar la sesión.

Respecto al cálculo de la compensación por los gastos de administración, para las entidades emisoras de órdenes de pago, se reduce a la mitad la cuantía fijada en la Circular 2/2003, quedando, por tanto, establecida en 50 euros para la primera orden de pago no completada en la fecha debida con cada entidad receptora, 25 euros para las siguientes cuatro órdenes dirigidas a la misma entidad receptora, y 12,50 euros por cada orden de pago adicional en las mismas circunstancias. Estas cantidades serán idénticas en el caso de las entidades receptoras.

Por último, se mantiene sin variación el cálculo de la compensación en concepto de intereses tanto para las entidades emisoras como para las receptoras.

ENTIDADES DE CRÉDITO: MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE LOS RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS.—La *Directiva 2004/69/CE de la Comisión, de 27 de abril de 2004*, modificó la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, en lo que respecta a la definición de «bancos multilaterales de desarrollo», incluyendo por primera vez en la relación de los mismos la Oficina Multilateral de Garantía de Inversiones, integrada en el grupo del Banco Mundial.

Con el fin de transponerlo a la normativa española, se publicó la *CBE 3/2004, de 23 de julio*, por la que se amplía 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.

Al mismo tiempo, se aprovecha esta regulación para recoger la nueva denominación de «Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo», en sustitución de «Banco para la Reconstrucción y Desarrollo Europeo», y de «Fondo para la Reinstalación del Consejo de Europa», en lugar de «Banco de Desarrollo del Consejo de Europa».

## JUNIO 2004

MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA SOBRE LA CENTRAL DE INFORMACIÓN DE RIESGOS.—La *CBE 1/2004, de 29 de junio* (BOE del 9 de julio), modificó la CBE 3/1995, de 25 de septiembre, sobre la Central de Información de Riesgos (en adelante, la CIR), con el fin de adaptar el funcionamiento de la misma al mandato de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero (en adelante, la Ley Financiera), iniciando un proceso escalonado de reformas tanto en la forma como en los datos que se deben declarar.

La CBE 1/2004 establece que se declaren los datos personales de los titulares de forma continua durante todo el mes, para anticipar al máximo la depuración de los posibles errores en las declaraciones, y que se incluyan nuevos datos que faciliten su identificación y permitan una mejor explotación de la información disponible, tanto a efectos estadísticos como de

supervisión, en consonancia con la exigencia de exactitud y puesta al día de los datos declarados a la CIR recogida en la Ley.

Asimismo, se mantiene en 6.000 euros el umbral de declaración de los riesgos, pero específica, como novedad, que en el cálculo del importe mínimo de los riesgos que se han de declarar se deben considerar conjuntamente, cuando proceda, tanto las cantidades dispuestas como las disponibles. Además, se señala que serán declarables los importes de los saldos morosos inferiores a 6.000 euros correspondientes a operaciones declaradas con saldos en situación normal. Los saldos morosos inferiores a 1.000 euros se declararán explícitamente con importe cero y la clave correspondiente de morosidad.

Finalmente, a partir de la entrada en vigor de la Circular, todas las comunicaciones de datos entre las entidades declarantes y la CIR, tales como declaraciones, rectificaciones y cancelaciones de datos, y peticiones de informes y códigos de no residentes, se realizarán —exclusivamente— por vía telemática. Excepcionalmente, por causa puntual justificada, previa conformidad del Departamento de Información Financiera y Central de Riesgos del Banco de España, los datos podrán remitirse en soporte magnético.

## JULIO 2004

OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN RESPECTO DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES Y OTROS INSTRUMENTOS DE DEUDA Y DE DETERMINADAS RENTAS OBTENIDAS POR PERSONAS FÍSICAS RESIDENTES EN LA UNIÓN EUROPEA.—El *Real Decreto 1778/2004, de 30 de julio* (BOE de 7 de agosto), modificó el Real Decreto 2281/1998, de 23 octubre, para establecer las obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea.

El Real Decreto desarrolla las obligaciones de suministro de información a la Administración Tributaria por parte de determinadas personas o entidades mencionadas en la norma. En particular, establece la presentación de declaraciones anuales con información acerca de las personas autorizadas en cuentas bancarias, de algunas operaciones realizadas con activos financieros y con participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda, y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en otros Estados miembros de la Unión Europea.

Asimismo, precisa las obligaciones de información que tendrán que asumir determinadas entidades respecto de la emisión de participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda. En concreto, se detallan las obligaciones de información de las entidades de crédito dominantes o entidades cotizadas que no sean de crédito respecto de las emisiones de participaciones preferentes y de otros instrumentos de deuda realizadas por entidades participadas o controladas en su totalidad por aquellas.

También, se concreta el ámbito de aplicación de las obligaciones de suministro de información a la Administración Tributaria respecto de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en otros Estados miembros de la Unión Europea. Además, se estipulan los plazos y procedimientos para el intercambio de información entre la Administración Tributaria y los otros Estados miembros. En particular, se establece un plazo de seis meses después de finalizar el año natural, y se determina el procedimiento que deberán seguir los pagadores de rentas para identificar tanto al perceptor como su residencia para realizar el suministro de información de manera adecuada, con el objeto de que cada Estado miembro reciba información de sus residentes, distinguiéndose entre los contratos formalizados antes del 1 de enero de 2004 y los formalizados a partir de esa fecha.

NUEVOS REGLAMENTOS DE LOS IMPUESTOS SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS, SOBRE SOCIEDADES Y SOBRE LA RENTA DE NO RESIDENTES.—En primer lugar, se promulgó el *Real Decreto 1775/2004, de 30 de julio* (BOE de 4 de agosto), por el que se aprueba el nuevo Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (en adelante, IRPF), derogando el anterior, contenido en el Real Decreto 214/1999, de 5 de febrero. En este Real Decreto se introducen modificaciones técnicas de referencias efectuadas en el texto anterior debido a la reciente aprobación de algunas normas, tales como la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal, y la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, general tributaria. Asimismo, se incorporan los nuevos supuestos que determinan la obligación de declarar y que afectan a los contribuyentes que tengan derecho a deducción por cuenta ahorro-empresa o que realicen aportaciones a patrimonios protegidos de las personas con discapacidad o a planes de previsión asegurados. También se recogen las obligaciones de retener e ingresar a cuenta de los representantes designados por las entidades aseguradoras y por las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, que operen en España en régimen de libre prestación de servicios. Finalmente, se han convertido en euros los importes que todavía figuraban en pesetas.

En segundo lugar, se promulgó el *Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio* (BOE de 6 de agosto), por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, derogando el anterior, contenido en el Real Decreto 537/1997, de 14 de abril. Como en el caso anterior, en este Real Decreto se introducen algunas modificaciones técnicas derivadas de la publicación de determinadas normas, como la Ley Concursal y la Ley General Tributaria, ya citadas, y el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. En relación con este último, se extiende la exoneración de la obligación de practicar retención de los intereses percibidos por todas las empresas de servicios de inversión. Asimismo, entre los supuestos en los que no existe obligación de retener, se añade uno nuevo para las rentas derivadas de la variación en los compromisos por pensiones que estén instrumentados en un contrato de seguro colectivo que haya sido objeto de un plan de financiación, en tanto no se haya dado cumplimiento íntegro al mismo. Por otra parte, se suprimen los preceptos reglamentarios de desarrollo del régimen de reinversión de beneficios extraordinarios, contenidos en la Ley 43/1995, de 27 de diciembre, del impuesto de sociedades, y se completa la relación de sujetos obligados a practicar retención o ingreso a cuenta, incluyéndose los representantes de determinadas entidades que operan en España en régimen de libre prestación de servicios. Finalmente, se convierten a euros los importes que todavía figuraban en pesetas.

Por último, se promulgó el *Real Decreto 1776/2004, de 30 de julio* (BOE de 5 de agosto), por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, derogando el anterior, contenido en el Real Decreto 326/1999, de 26 de febrero. El nuevo Reglamento reúne en una única norma todas las disposiciones reglamentarias publicadas desde esa fecha, e introduce modificaciones técnicas de referencias efectuadas en el texto de algunas normas, de acuerdo con la publicación de la citada Ley General Tributaria, y del Real Decreto 1496/2003, de 28 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento que regula las obligaciones de facturación. Asimismo, en virtud de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, se completa la relación de sujetos obligados a practicar retención o ingreso a cuenta, incluyéndose los representantes designados que actúen en nombre de las gestoras que operen en régimen de libre prestación de servicios.

## SEPTIEMBRE 2004

SOCIEDADES EMISORAS DE VALORES: INFORMACIÓN DE LAS OPERACIONES VINCULADAS.—Se publicó la *Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre* (BOE del 27), sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales (en adelante, las sociedades).

La norma define dos conceptos: por un lado, considera *parte vinculada* cuando una de ellas, o un grupo que actúa en concierto, ejerce o tiene la posibilidad de ejercer directa o indirectamente, o en virtud de pactos o acuerdos entre accionistas, el control sobre la otra o una influencia significativa en la toma de decisiones financieras y operativas de esa otra. Por otro, considera *operación vinculada* toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre las partes vinculadas con independencia de que exista o no contraprestación.

En este sentido, las sociedades deberán incluir necesariamente en las informaciones semestrales determinada información cuantificada de todas las operaciones realizadas por la sociedad con partes vinculadas. En cualquier caso, deberá informarse, entre otros, de los siguientes tipos de operaciones vinculadas: las compras o ventas de bienes, terminados o no, y de inmovilizado, ya sea material, intangible o financiero; la prestación o recepción de servicios; los contratos de colaboración; los contratos de arrendamiento financiero; los acuerdos de financiación, incluyendo préstamos y aportaciones de capital, ya sean en efectivo o en especie; intereses abonados o cargados, o aquellos devengados pero no pagados o cobrados; y los dividendos y otros beneficios distribuidos; las aportaciones a planes de pensiones y seguros de vida.

La información sobre operaciones con partes vinculadas se presentará desglosada bajo los epígrafes siguientes: a) operaciones realizadas con los accionistas significativos de la sociedad; b) operaciones realizadas con administradores y directivos de la sociedad; c) operaciones realizadas entre personas, sociedades o entidades del grupo, y d) operaciones con otras partes vinculadas. Dentro de cada epígrafe se dará información cuantificada de las operaciones realizadas por la sociedad con partes vinculadas hasta su extinción. La información versará sobre el tipo y la naturaleza de las operaciones efectuadas, su cuantificación, el beneficio o pérdida que cada tipo de operación haya devengado para la entidad, la política de precios empleada, condiciones y plazos de pago, los detalles de garantías otorgadas y recibidas y las partes vinculadas que han intervenido en ellas, así como cualquier otro aspecto de las operaciones que permita una adecuada interpretación de la transacción efectuada, pudiendo agregarse la información cuando se trate de partidas de contenido similar.

De cualquier modo, las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales estarán obligadas a facilitar información de carácter individualizado sobre las operaciones vinculadas que fueran significativas por su cuantía o relevantes para una adecuada comprensión de la información pública periódica.

Finalmente, la CNMV podrá eximir, de manera individual, del cumplimiento de estos deberes cuando la información fuera contraria al interés público o en detrimento grave de quien la divulga por contener algún secreto industrial, comercial o financiero o algún dato que afecte negativamente a su posición competitiva, siempre y cuando tal omisión no induzca al público a error con respecto a hechos y circunstancias cuyo conocimiento fuera esencial para la evaluación de los valores afectados.

ORIENTACIÓN DEL BANCO CENTRAL EUROPEO SOBRE LA ADQUISICIÓN DE BILLETES EN EUROS.—El 10 de julio de 2003 el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a más tardar, a partir del 1 de enero de 2012 se aplicará a la adquisición de billetes en euros un procedimiento competitivo de licitación común para todo el Eurosistema. Con la publicación de la *Orientación BCE/2004/18 del Banco Central Europeo, de 16 de septiembre de 2004* (DOUE de 21 de octubre), sobre la adquisición de billetes en euros, se establecieron, entre otros aspectos, los requisitos de participación, los criterios de adjudicación y el resultado del procedimiento de licitación del Eurosistema para la adquisición de billetes en euros.

El procedimiento único de licitación del Eurosistema garantizará la igualdad de condiciones para todas las imprentas que en él participen, permitiendo la competencia entre las mismas de un modo transparente e imparcial que no conceda ventajas injustas a ningún participante. Finalmente, el Consejo de Gobierno vigilará todas las materias primas y factores de producción del euro esenciales y, si es necesario, tomará las medidas adecuadas para garantizar que se seleccionan y adquieren, velando por la continuidad del suministro de los billetes en euros, y para impedir que el Eurosistema resulte perjudicado en caso de que un contratista o proveedor abuse de una posición dominante en el mercado, sin perjuicio de lo que establezca el Derecho comunitario de la competencia y de los poderes de la Comisión Europea.

## OCTUBRE 2004

TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY DE ORDENACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LOS SEGUROS PRIVADOS.—Se publicó el *Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre* (BOE de 5 de noviembre), por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, para dar cumplimiento al mandato contenido en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, que autorizó al Gobierno para que en el plazo de un año, desde su entrada en vigor, elaborase un texto refundido de la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados, y le facultó para regularizar, aclarar y armonizar los textos legales que han de ser refundidos.

Dicha norma mantiene la misma estructura y sistemática que la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados, y ofrece un texto sistemático y unificado, comprensivo de la normativa aplicable a la ordenación y supervisión de los seguros privados, armonizando y aclarando, cuando así es necesario, los textos que se refunden.

REGLAMENTO GENERAL DEL RÉGIMEN SANCIONADOR TRIBUTARIO.—Se publicó el *Real Decreto 2063/2004, de 15 de octubre* (BOE de 28 de octubre), por el que se aprueba el Reglamento general del régimen sancionador tributario, que desarrolla la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, general tributaria, y sustituye la normativa hasta ahora vigente, integrada fundamentalmente por el Real Decreto 1930/1998, de 11 de septiembre.

El nuevo Reglamento se caracteriza, entre otros, por los siguientes aspectos: a) la separación conceptual entre deuda tributaria y sanción tributaria.; b) la nueva tipificación de las infracciones, que adopta la clasificación tripartita de infracciones leves, graves y muy graves de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del procedimiento administrativo común; c) la introducción de nuevas reducciones de las sanciones para los supuestos de actas con acuerdo y de pago sin recurso de la sanción; d) la especial relevancia otorgada al aspecto subjetivo de la infracción, de modo que, en términos generales, la calificación de una infracción como grave requiere la existencia de *ocultación*, y la calificación como muy grave exige la concurrencia de *medios fraudulentos*, como expresiones específicas del ánimo fraudulento en materia tributaria, y e) el incremento de la seguridad jurídica, de forma que se ha tratado de reducir el grado de discrecionalidad administrativa en la aplicación del régimen sancionador.

Estas dos últimas circunstancias condicionan el contenido del nuevo reglamento, que ahora no establece la cuantía exacta de la sanción, determinada por la ley en la mayoría de los casos, sino que se limita a establecer las fórmulas de cálculo necesarias para la correcta aplicación de determinados conceptos legales con arreglo a la nueva sistemática empleada, además de regular el necesario desarrollo del procedimiento sancionador.

La nueva Ley general tributaria configura como eje central de las infracciones que generan perjuicio económico el elemento subjetivo concurrente en cada caso, concretado básicamente

te en la ocultación y en los medios fraudulentos. Para la aplicación del nuevo régimen se establece como regla fundamental la calificación unitaria de la infracción, de modo que, cuando en una determinada regularización se aprecie simultáneamente la concurrencia de ocultación, medios fraudulentos o cualquier otra circunstancia determinante de la calificación de la infracción, se analizará la incidencia que cada una de estas circunstancias tiene sobre la base de la sanción a efectos de determinar la calificación de la infracción como leve, grave o muy grave. Una vez calificada, la infracción se considerará única y el porcentaje de sanción que corresponda se aplicará sobre toda la base de la sanción.

En relación con las infracciones que no conllevan perjuicio económico para la Hacienda pública y consisten esencialmente en el incumplimiento de deberes u obligaciones formales, el desarrollo reglamentario contiene reglas que intentan aclarar la incompatibilidad de determinados tipos infractores, de acuerdo con el principio de no concurrencia de sanciones tributarias.

Respecto al procedimiento sancionador, la novedad más destacada está constituida por la nueva configuración del derecho a la tramitación separada del procedimiento sancionador como un derecho renunciable por parte de los interesados en un procedimiento de aplicación de los tributos. Dentro de la tramitación separada, las modificaciones más importantes afectan al trámite de resolución del procedimiento, ya que se prevé que el órgano competente para resolver pueda ordenar la ampliación de actuaciones y rectificar la propuesta de resolución. Asimismo, debe destacarse que se incorporan al régimen sancionador tributario las normas especiales relativas a los procedimientos sancionadores tramitados por los órganos de inspección de los tributos y que en el régimen anterior se ubicaban en el citado reglamento general de la inspección de los tributos.

Finalmente, cabe reseñar que se introducen unas disposiciones especiales donde se regula la imposición de sanciones no pecuniarias y las actuaciones en materia de delitos contra la Hacienda pública.

## DICIEMBRE 2004

ENTIDADES DE CRÉDITO: NORMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA PÚBLICA Y RESERVA-DA Y MODELOS DE ESTADOS FINANCIEROS. —Se publicó la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre* (BOE de 30 de diciembre), sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros, que tiene por objeto modificar el régimen contable de las entidades de crédito españolas, contenido en la *CBE 4/1991, de 14 de junio* —que ahora se deroga—, para adaptarlo al nuevo entorno contable, derivado de la adopción por parte de la Unión Europea de las normas internacionales de información financiera (en adelante, las NIIF).

La Circular tiene la siguiente estructura: una norma que regula el ámbito de aplicación; tres títulos, que regulan, respectivamente, los estados financieros públicos, los estados reservados y cuestiones relativas al control interno y de gestión y registros obligatorios; dos disposiciones adicionales, dedicadas a la presentación de estados financieros en el Banco de España y a la interpretación de la Circular; tres disposiciones transitorias, que abordan la problemática de los cambios que se producirán como consecuencia de la primera aplicación de la Circular; una disposición derogatoria, y una disposición final sobre la entrada en vigor. Además de ello, la Circular incluye nueve anejos: tres relativos a los formatos de estados públicos, y cuatro, a los formatos de estados reservados, un anejo relativo a los criterios de sectorización y, finalmente, un último anejo dedicado al riesgo de crédito.

Su ámbito de aplicación es la confección de los estados financieros individuales y consolidados, tanto públicos como reservados, de las entidades de crédito y sucursales en España de

entidades de crédito extranjeras, así como de los grupos de entidades de crédito y los grupos consolidables de entidades de crédito.

La parte más importante de la Circular hace referencia a la formulación de los estados financieros públicos. Así, comienza determinando las entidades o, en su caso, los grupos de entidades de crédito que deben formular las cuentas anuales, individuales y consolidadas, así como la obligación de publicar periódicamente, a través de las respectivas asociaciones profesionales, otras informaciones en las que se deben aplicar los criterios de la Circular. A continuación, aborda el contenido de las cuentas anuales, las características que debe reunir la información financiera (ser clara, relevante, fiable y comparable), los criterios contables a aplicar y las definiciones de los elementos de las cuentas anuales (activo, pasivo, patrimonio neto, gasto, ingreso, ganancia y pérdida).

Por otra parte, se definen las normas que describen las hipótesis fundamentales sobre las que se elaborará la información financiera (devengo y empresa en funcionamiento) y los principales criterios en que se sustentará (registro, no compensación y correlación de ingresos y gastos). Asimismo, se definen los criterios generales de valoración comunes a todo tipo de activos y pasivos, incluido el valor razonable, los criterios para el reconocimiento de los ingresos y del tratamiento de los errores y cambios de estimación contable, los aplicables para hechos ocurridos después de la fecha de balance y antes de su formulación y las reglas para la conversión de la moneda extranjera. También recoge las definiciones y características de los instrumentos financieros (activos financieros, pasivos financieros e instrumentos de capital), así como de las diferentes carteras en que se clasificarán estos a efectos de su valoración.

Una parte importante de la Circular hace referencia a la cobertura contable; en ella se contemplan dos normativas, una para la cobertura de instrumentos financieros, o grupos de instrumentos que compartan características de riesgo similares (conocidas como microcoberturas), y otra para la cobertura del riesgo de tipo de interés de una cartera de instrumentos financieros (macrocoberturas). En ambos casos, salvo para la cobertura de riesgo de cambio, se clarifica que únicamente los derivados pueden ser utilizados como instrumentos de cobertura.

Se distinguen tres tipos de coberturas: de valor razonable, de flujos de efectivo y de inversión neta en un negocio en el extranjero, diferenciándose entre ellas en la forma de registrar los resultados del instrumento cubierto (para el caso de las coberturas de valor razonable, en las que los instrumentos cubiertos se valoran por el valor razonable) o los del instrumento de cobertura en los otros dos tipos de cobertura (en las que las variaciones de valor se registran en el patrimonio neto, hasta que se reconocen en la cuenta de pérdidas y ganancias de forma simétrica a los resultados de los instrumentos cubiertos). Para el caso de la cobertura del riesgo de tipo de interés de una cartera, se ha incluido como opción la posibilidad de aplicar el criterio adoptado por la Unión Europea, en el sentido de aceptar la cobertura de los depósitos de carácter estable y de relajar los requisitos para estimar la eficacia de la cobertura.

La Circular también establece los criterios aplicables para el tratamiento contable de las operaciones de fusión, adquisición y otras reorganizaciones empresariales, así como los métodos de integración de los estados financieros de las sucursales de la entidad y los criterios generales para registrar las inversiones en entidades dependientes, asociadas y multigrupo en los estados consolidados. Como novedad más relevante, merece citarse la desaparición de la exclusión de consolidación por razón de actividad y el reforzamiento del concepto de control para integrar globalmente o de influencia significativa para aplicar el método de la participa-

ción. En los negocios multigrupo se establece como criterio general la integración proporcional y, excepcionalmente, el método de la participación.

Otro aspecto importante de la Circular es el dedicado a explicar el contenido de los distintos estados financieros: balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de cambios en el patrimonio neto y estado de flujos de efectivo. También establece los criterios de elaboración de los estados reservados que son idénticos a los que se utilizan en la formulación de los estados públicos. Asimismo, fija los criterios de presentación de dichos estados, define el contenido de las cuentas de orden y establece los criterios para sectorizar los saldos personales. Por otro lado, establece cuáles son los estados reservados que se deben remitir al Banco de España, así como la frecuencia y plazos de remisión.

Dentro del apartado donde se contienen las normas para la formulación de los estados financieros públicos, una sección de la Circular se destina a determinadas cuestiones que, por su relevancia, deben ser especialmente reseñadas.

Finalmente, la Circular establece que los primeros estados que deben presentarse en el Banco de España con los nuevos criterios contables son los de 30 de junio de 2005. Adicionalmente, fija los estados de 2004 y 2005, que se deberán reexpresar utilizando los nuevos criterios.

**DEROGACIÓN DE VARIAS CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA.**—La *CBE 5/2004*, de 22 de diciembre (BOE de 30 de diciembre), derogó la *CBE 22/1992*, de 18 de diciembre, sobre el mercado de divisas, que regulaba el funcionamiento de dicho mercado, la *CBE 2/1997*, de 25 de marzo, a entidades registradas, por la que se regula la información sobre posición diaria en moneda extranjera, la *CBE 1/1993*, de 26 de enero, sobre régimen de pagos con Colombia, y la *CBE 12/1998*, de 23 de diciembre, sobre redenominación de los certificados del Banco de España. Las razones de la derogación de las dos primeras circulares son el nacimiento del euro y la desaparición de la peseta como unidad monetaria y de cuenta del sistema monetario nacional, así como la atribución de la política cambiaria a la Unión Europea, lo cual ha supuesto un cambio radical en el mercado de divisas, que ha dejado de tener un carácter local para pasar a comprender un ámbito europeo. Respecto a la tercera, referente al régimen de pagos con Colombia, procede su derogación debido a que ha terminado el Convenio de Crédito Recíproco entre el Banco de la República de Colombia y el Banco de España y se ha procedido a la liquidación de todas las operaciones que quedaron pendientes. Finalmente, la derogación de la *CBE 12/1998* se debe a que todos los certificados de depósito emitidos por el Banco de España han sido ya objeto de amortización.

**MODIFICACIÓN DE LA NORMATIVA DE ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO Y DEL REGLAMENTO DE LA CAJA GENERAL DE DEPÓSITOS.**—La *Orden EHA/4260/2004*, de 27 de diciembre (BOE de 30 de diciembre), modificó la Orden de 19 de mayo de 1987, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta, y la Orden de 7 de enero de 2000, que desarrolla el Real Decreto 161/1997, de 7 de febrero, por el que se establece el Reglamento de la Caja General de Depósitos, con el fin de eliminar cierta disfunción en los supuestos de amortización de los valores anotados en cuenta sobre los que se ha constituido una garantía o traba, ya que se produce, en determinados supuestos, una indefinida retención del efectivo reembolsado resultante de la amortización de los valores.

En concreto, en lo que se refiere a la Orden de 19 de mayo de 1987, la Central de Anotaciones establecerá el procedimiento de inmovilización de los saldos necesarios para la constitución de derechos o garantías sobre la deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.

Como novedad, se prevé que, en caso de amortización, el efectivo correspondiente a los saldos inmovilizados se abonará a la entidad gestora o titular de cuenta que tenía anotados los valores amortizados o en la cuenta que, de conformidad con las normas que regulen el sistema de registro de los valores, designen dichas entidades o la autoridad judicial o administrativa solicitante o beneficiaria.

Del mismo modo, en lo referente a la Orden Ministerial de 7 de enero de 2000, se prevé que, en el supuesto de amortización de valores que hayan sido objeto de una garantía constituida en la Caja General de Depósitos, el efectivo correspondiente a los citados valores se abonará en la cuenta del Tesoro Público en el Banco de España, quedando sujeto al régimen de las garantías consignadas en efectivo. El importe efectivo procedente de la amortización será abonado a la entidad gestora o titular de cuenta que tenía anotados los citados valores en el momento de su amortización, que deberá dar a dicho importe efectivo el destino que corresponda. No obstante, en el supuesto de efectivo procedente de la amortización de valores que hayan sido inmovilizados para la constitución de garantías mediante valores ante la Caja General de Depósitos, una vez constatada la vigencia de dichas garantías por parte del órgano administrativo, organismo autónomo o ente público a cuya disposición se constituyó, se procederá al abono del efectivo correspondiente en la cuenta que determine el Tesoro Público, quedando sujeto al régimen de las garantías consignadas en efectivo.

PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO PARA EL AÑO 2005. — Como es habitual en el mes de diciembre, se publicó la *Ley 2/2004, de 27 de diciembre* (BOE de 28 de diciembre), de Presupuestos Generales del Estado para el año 2005. Por primera vez desde el año 1993, el Gobierno ha optado este año por remitir a las Cortes únicamente la Ley de Presupuestos, ya que era práctica habitual que su tramitación fuera acompañada de la denominada Ley de medidas fiscales, administrativas y del orden social.

Desde el punto de vista de la regulación financiera, se destacan los siguientes apartados de carácter monetario, financiero y fiscal:

#### **Modificación de la normativa de los sistemas de pagos y de liquidación de valores**

La Ley de Presupuestos, en sus disposiciones adicionales, aprovecha para modificar la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores. En concreto, aborda la novedosa regulación de la Sociedad Española de Sistemas de Pago, Sociedad Anónima (en adelante, la Sociedad), que sustituye al Servicio de Pagos Interbancarios, Sociedad Anónima, y que se encargará de la gestión del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (en adelante, SNCE), prevista para antes del 1 de julio de 2005.

La Sociedad actuará bajo el principio de equilibrio financiero y tendrá por objeto exclusivo: facilitar el intercambio, compensación y liquidación de órdenes de transferencia de fondos entre entidades de crédito, cualesquiera que sean los tipos de documentos, instrumentos de pago o transmisión de fondos que motiven las citadas órdenes de transferencia; facilitar la distribución, recogida y tratamiento de medios de pago a las entidades de crédito; prestar servicios técnicos y operativos complementarios o accesorios respecto a las actividades anteriores, así como cualesquiera otros requeridos para que la Sociedad colabore y coordine sus actividades en el ámbito de los sistemas de pago, y las demás funciones que le encomiende el Gobierno, previo informe del Banco de España.

En el marco de su objeto social, la Sociedad podrá establecer con otros organismos o entidades que desarrollen funciones análogas, dentro o fuera del territorio nacional, las relaciones

que estime convenientes para el mejor desarrollo de las funciones que le competen, y asumir la gestión de otros sistemas, o servicios de finalidad análoga, distintos del SNCE. Asimismo, podrán ser participantes del Sistema Nacional o de otros sistemas gestionados por la Sociedad las entidades de crédito operantes en España e inscritas en los preceptivos Registros Oficiales del Banco de España, así como este último. En ningún caso podrán serlo los establecimientos financieros de crédito.

La *supervisión* de la Sociedad será ejercida por el Banco de España, a quien corresponderá autorizar, con carácter previo a su adopción por parte de los órganos correspondientes de la Sociedad, los estatutos sociales y sus modificaciones, así como las normas básicas de funcionamiento de los sistemas y servicios que gestione. Asimismo, será de aplicación a la Sociedad el *régimen sancionador* establecido en la Ley 26/1988, de 28 de julio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito, con las especificaciones que legalmente se determinen. Asimismo, se aplicará a la Sociedad el régimen de intervención establecido en la citada Ley.

### **Modificación de la Ley de Autonomía del Banco de España**

La Ley de presupuestos también procede a la modificación del artículo 16 de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, a fin de conseguir la integración de los sistemas de pago en nuestro país, pilar básico para el correcto funcionamiento del sistema financiero y de la propia estabilidad financiera.

En este sentido, en el ejercicio de las funciones que le corresponden como integrante del SEBC, el Banco de España podrá regular, mediante circular, los sistemas de compensación y liquidación de pagos, pudiendo en particular desarrollar o completar los actos jurídicos dictados por el BCE e incorporar las recomendaciones de los organismos internacionales que constituyan principios aplicables a la seguridad y eficiencia de los sistemas e instrumentos de pago. También podrá gestionar, en su caso, los sistemas de compensación y liquidación de pagos correspondientes.

Asimismo, corresponderá al Banco de España la vigilancia del funcionamiento de los sistemas de compensación y pago. A tal efecto, podrá recabar, tanto de la entidad gestora de un sistema de pagos, como de los proveedores de servicios de pago, incluidas aquellas entidades que proporcionen servicios tecnológicos para los sistemas y servicios citados, cuanta información y documentación considere necesaria para valorar la eficiencia y seguridad de los sistemas e instrumentos de pago.

Por razones de prudencia, el Banco de España podrá suspender la aplicación de las decisiones que adopte la entidad gestora de un sistema de pagos, y adoptar las medidas oportunas, cuando estime que dichas decisiones infringen la normativa vigente o perjudican el adecuado desarrollo de los procesos de compensación y liquidación.

### **Deuda del Estado**

En materia de deuda del Estado, como es habitual se establece la autorización al Gobierno respecto al incremento del saldo vivo de la deuda del Estado a 31 de diciembre. Así, para el ejercicio del año 2005 se le autoriza para que incremente la misma, con la limitación de que el saldo vivo de dicha deuda a 31 de diciembre del año 2005 no supere el correspondiente a primeros de año en más de 14.000 millones de euros, 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.

## Aspectos fiscales

Por lo que se refiere al IRPF, la principal medida que se adopta es la actualización de las tarifas para evitar el incremento de la presión fiscal. Además, a efectos del cálculo de las ganancias patrimoniales, derivadas de bienes inmuebles, se incluye la actualización de los coeficientes correctores del valor de adquisición al 2%. También se establecen las disposiciones que permiten compensar la pérdida de beneficios fiscales que afectan a determinados contribuyentes con la vigente Ley del IRPF, como son los arrendatarios y adquirentes de vivienda habitual respecto a los establecidos en la Ley 18/1991, de 6 de junio, del IRPF.

En el ámbito del impuesto de sociedades, se incluye la actualización de los coeficientes aplicables a los activos inmobiliarios, que permite corregir la depreciación monetaria en los supuestos de transmisión. Finalmente, en materia de tributos locales se actualizan los valores catastrales de los bienes inmuebles en un 2%.

Finalmente, cabe reseñar que el interés legal del dinero pasa de un 3,75% a un 4%, y el interés de demora, de un 4,75% a un 5%.

**MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA DE LAS PERSONAS FÍSICAS.**—El *Real Decreto 2347/2004, de 23 de diciembre* (BOE de 24 de diciembre), modificó el Reglamento del impuesto sobre la renta de las personas físicas, aprobado por el Real Decreto 1775/2004, de 30 de julio, en materia de salario medio anual del conjunto de contribuyentes y de retenciones e ingresos a cuenta sobre rendimientos del trabajo. Por una parte, se procede a la actualización del salario medio anual del conjunto de los declarantes en el impuesto, que pasa de 17.900 euros a 19.600 euros. Dicha magnitud interviene en el cálculo de la cuantía máxima, sobre la que se aplica, en su caso, la reducción del 40% de los rendimientos del trabajo que deriven del ejercicio de opciones de compra sobre acciones o participaciones por los trabajadores. Por otra parte, se produce una actualización de los tramos de la escala de retenciones aplicable a los rendimientos del trabajo, que se deflacta en un 2% en cada uno de los tramos de la tarifa.

**ADAPTACIÓN ESPAÑOLA AL NUEVO MARCO NORMATIVO COMUNITARIO DE LA COMPETENCIA.**—El *Real Decreto 2295/2004, de 10 de diciembre* (BOE de 23 de diciembre), relativo a la aplicación en España de las normas comunitarias de competencia, transpuso a la normativa española el Reglamento (CE) n.º 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en el Tratado de la Comunidad Europea, y el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas.

En este sentido, el Real Decreto 2295/2004 atribuye las competencias y obligaciones derivadas de la normativa comunitaria a los órganos de defensa de la competencia estatales, que constituyen las autoridades de competencia en España a efectos de la normativa comunitaria (antes, dichas competencias estaban distribuidas entre el Estado y las Comunidades Autónomas). Asimismo, regula las tareas de colaboración con la Comisión Europea, con los órganos jurisdiccionales nacionales y con las autoridades nacionales de competencia de otros Estados miembros, delimita las facultades de los funcionarios o agentes que realicen inspecciones en España, prevé el régimen aplicable al deber de secreto y a la información confidencial respecto a las actuaciones que se deriven de la aplicación de este Real Decreto, así como la cooperación con los órganos jurisdiccionales, y, finalmente, determina las normas de procedimiento que regirán la aplicación de las normas comunitarias por parte de las autoridades nacionales.

MEDIDAS DE LUCHA CONTRA LA MOROSIDAD EN LAS OPERACIONES COMERCIALES. — La Ley 3/2004, de 29 de diciembre (BOE de 30 de diciembre), por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, procedió a la transposición de la Directiva 2000/35/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 2000, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, cuyo objetivo era fomentar una mayor transparencia en la determinación de los plazos de pago en las transacciones comerciales, y también su cumplimiento.

La Ley tiene por objeto combatir la morosidad en el pago de deudas dinerarias y el abuso, en perjuicio del acreedor, en la fijación de los plazos de pago en las operaciones comerciales que den lugar a la entrega de bienes o a la prestación de servicios realizadas entre empresas o entre empresas y la Administración. Quedan fuera de su ámbito de aplicación: a) los pagos efectuados en las operaciones comerciales en las que intervengan consumidores; b) los intereses relacionados con la legislación en materia de cheques, pagarés y letras de cambio y los pagos de indemnizaciones por daños, incluidos los pagos por entidades aseguradoras, y c) las deudas sometidas a procedimientos concursales incoados contra el deudor, que se regirán por lo establecido en su legislación especial.

Las medidas sustantivas contra la morosidad que la Ley regula consisten —básicamente— en establecer, con carácter general, un plazo de exigibilidad de intereses de demora, determinar su devengo automático, señalar el tipo de interés de demora y otorgar al acreedor el derecho a reclamar al deudor una indemnización razonable por los costes de cobro. A estas medidas se añade la posibilidad de pactar cláusulas de reserva de dominio, a los efectos de que el vendedor conserve la propiedad de los bienes hasta el pago total de la deuda.

El plazo de exigibilidad de la deuda y la determinación del tipo de interés de demora, establecidos en la Ley, son de aplicación en defecto de pacto entre las partes. Ahora bien, la libertad de contratar no debe amparar prácticas abusivas imponiendo cláusulas relativas a plazos de pago más amplios o tipos de interés de demora inferiores a los previstos en esta Ley, por lo que el juez podrá modificar estos acuerdos si, valoradas las circunstancias del caso, resultaran abusivos para el acreedor. En este sentido, podrá considerarse factor constitutivo de dicho abuso el que el acuerdo sirva, principalmente, para proporcionar al deudor una liquidez adicional a expensas del acreedor o para que el contratista principal imponga a sus proveedores o subcontratistas unas condiciones de pago que no estén justificadas por razón de las obligaciones que asuma. También la Ley regula la acción colectiva dirigida a impedir la utilización de estas cláusulas cuando hayan sido redactadas para uso general.

## ENERO 2005

MODIFICACIÓN DEL SISTEMA TARGET: ACTUALIZACIÓN DEL SISTEMA DE ACCESO A TARGET PARA LOS NUEVOS ESTADOS MIEMBROS PARTICIPANTES. —El Consejo de Gobierno del BCE publicó la *Orientación BCE/2005/1 del Banco Central Europeo, de 21 de enero de 2005* (DOUE de 3 de febrero), por la que se modifican algunos aspectos recogidos en la Orientación BCE/2001/3, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (en adelante, TARGET).

El contenido de la nueva Orientación se refiere, básicamente, a establecer la posibilidad de que los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (en adelante, SLBTR) de los nuevos Estados miembros, que no han adoptado el euro (Estados miembros no participantes), puedan conectarse al sistema TARGET por el mecanismo habitual de interconexión o por una conexión bilateral, siempre que cumplan los requisitos mínimos comunes establecidos en la orientación BCE/2001/3 y puedan procesar el euro como divisa, además de sus respectivas monedas nacionales.

En primer lugar, se permite la participación directa en los sistemas de liquidación de los bancos centrales conectados a TARGET, de aquellos bancos centrales de la Unión Europea cuyos sistemas de liquidación no estén conectados a TARGET.

En segundo lugar, se establece la posibilidad de que los bancos centrales de la Unión Europea se conecten a TARGET a través de una relación de corresponsalía con un banco central que, a su vez, esté conectado a TARGET mediante la red Interlinking. Los primeros harán llegar los pagos procedentes de su comunidad bancaria al segundo, que, a su vez, los distribuirá hacia los participantes beneficiarios a través de los respectivos bancos centrales receptores. Los pagos dirigidos a los participantes en el SLBTR del banco central conectado a TARGET mediante dicha relación de corresponsalía desde el resto de participantes en TARGET seguirán el proceso inverso.

En tercer lugar, se establece que los bancos centrales nacionales (en adelante, BCN) de los Estados miembros no participantes cuyos SLBTR estén conectados a TARGET, podrán elaborar y llevar listas de los activos que podrán utilizar las entidades participantes en sus respectivos SLBTR nacionales. Estos activos incluidos en las listas deberán cumplir los mismos criterios de calidad y se ajustarán a las mismas normas de valoración y control del riesgo que los activos de garantía admitidos en las operaciones de política monetaria.

Finalmente, el procedimiento compensatorio de TARGET se aplicará a todos los SLBTR nacionales (ya estén conectados a TARGET por el mecanismo de interconexión o por una conexión bilateral) y al mecanismo de pagos del BCE, y podrán acogerse a él todos los participantes (incluidos los participantes en SLBTR nacionales de Estados miembros participantes que no sean entidades de contrapartida en las operaciones de política monetaria del Eurosystema y los participantes en SLBTR nacionales de Estados miembros no participantes).

Para nuestro país, el Banco de España, en uso de la habilitación normativa contenida en la Ley de Autonomía (Ley 13/1994, de 1 de junio), incorporó la Orientación BCE/2005/1, mediante la publicación de la *CBE 1/2005, de 25 de febrero* (BOE de 7 de marzo), sobre adaptación de la normativa del SLBE a la modificación de la Orientación sobre TARGET del Banco Central Europeo, para permitir la conexión a TARGET por medios alternativos a la red Interlinking.

A tal efecto, el Banco de España establecerá las «Aplicaciones técnicas» que sean precisas para el desarrollo de los aspectos técnicos de la citada Circular, y, en especial, los relativos al procesamiento de los pagos transfronterizos a través de este nuevo mecanismo.

DEUDA DEL ESTADO: CONDICIONES DE EMISIÓN DURANTE EL AÑO 2005 Y ENERO DE 2006.— Como viene siendo habitual en estas fechas, se publicó la *ORDEN EHA/73/2005, de 25 de enero* (BOE de 27 de enero), por la que se dispuso la creación de deuda del Estado durante el año 2005 y enero del 2006 y se delegaron determinadas facultades en el director general del Tesoro y Política Financiera, y dos *Resoluciones de 28 de enero de 2005*, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (BOE de 29 de enero y de 3 de febrero, respectivamente), por las que se dispusieron determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publicó el calendario de subastas para el año 2005 y el mes de enero de 2006.

En sentido amplio, se mantienen las condiciones de emisión vigentes en años anteriores, si bien se incorpora la opción de poder efectuar las subastas en términos de precio o de tipo de interés y algunos cambios menores en las fechas de las mismas. Al igual que en el año 2004,

el Ministerio de Economía podrá disponer la creación de deuda mediante emisiones de valores u operaciones de crédito, en euros o en otras divisas.

En cuanto a la formalización de la deuda pública, esta adoptará, como en años anteriores, las modalidades de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado, representándose en todos los casos, exclusivamente, mediante anotaciones en cuenta.

Respecto a las letras del Tesoro, se consideró conveniente para este año reducir el número de plazos de emisión debido al actual entorno de moderación en el volumen total a emitir. En particular, no se subastarán letras a tres meses, aunque de cara al futuro podría reabrirse de nuevo esta línea de emisión, alternándose, en su caso, con otros vencimientos, si la demanda de los inversores o la política de emisiones del Tesoro así lo aconsejasen. Por ello, las nuevas letras se emitirán a los plazos de seis, doce y dieciocho meses y se mantendrá la agrupación de emisiones, a fin de consolidar el mercado de letras del Tesoro, garantizar su liquidez y potenciar la competitividad con el resto de emisores institucionales del área del euro.

En cuanto a la forma de presentar las peticiones en las subastas, se mantiene que las subastas tengan lugar en términos de tipo de interés, tal como cotizan las letras en los mercados secundarios, facilitándose con ello la presentación de peticiones. Así, en las ofertas competitivas se indicará el tipo de interés que se solicita, y las peticiones que resulten aceptadas se adjudicarán, en cada caso, al precio equivalente a los tipos de interés solicitado y medio ponderado, según corresponda en función del resultado de la subasta.

En lo referente a los bonos y obligaciones del Estado, a grandes rasgos, se mantienen las características de emisión. Los plazos de emisión en ambas modalidades serán los habituales de tres y cinco años para los bonos, y de diez, quince y treinta años para las obligaciones, aunque, para compaginar la moderación en el volumen total a emitir y el incremento de la liquidez de las referencias en proceso de emisión, se ha considerado conveniente interrumpir, temporalmente, la emisión de obligaciones del Estado a quince años, no siendo descartable la reapertura de este instrumento, o su alternancia con otros vencimientos, en función de la demanda de los inversores.

**MEDIDAS DE PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITAL: MODIFICACIÓN DEL REGLAMENTO.**—El *Real Decreto 54/2005, de 21 de enero* (BOE de 22 de enero) (en adelante, el RD), modificó el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, y otras normas de regulación del sistema bancario, financiero y asegurador, con el fin de incorporar las modificaciones introducidas por la Ley 19/2003, de 4 de julio, de régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. Como novedades más relevantes de la norma, cabe reseñar las siguientes:

En primer lugar, se amplía la casuística de los sujetos que puedan ejercer actividades profesionales o empresariales particularmente susceptibles de ser utilizadas para el blanqueo de capitales. En concreto, alcanza a las personas físicas o jurídicas que actúen en el ejercicio de su profesión como auditores, contables externos o asesores fiscales y a los notarios, abogados y procuradores cuando participen en la concepción, realización o asesoramiento de transacciones por cuenta de clientes relativas a la compraventa de bienes inmuebles o entidades comerciales; la gestión de fondos, valores u otros activos; la apertura o gestión de cuentas bancarias, cuentas de ahorros o cuentas de valores; la organización de las aportaciones necesarias para la creación, el funcionamiento o la gestión de empresas o la creación, el funcionamiento o la gestión de fiducias (trust), sociedades o estructuras análogas, o actúen en

nombre y por cuenta de clientes, en cualquier transacción financiera o inmobiliaria. También alcanza a las actividades de transporte profesional de fondos o medios de pago; a las actividades de giro o transferencia internacional realizadas por los servicios postales, y a la comercialización de loterías u otros juegos de azar respecto de las operaciones de pago de premios. Cuando las personas físicas mencionadas en este apartado ejerzan su profesión en calidad de empleados de una persona jurídica o le presten servicios permanentes o esporádicos, las obligaciones impuestas recaerán sobre dicha persona jurídica respecto de los servicios prestados.

Por otro lado, el RD introduce la obligación de presentar declaración previa sobre el origen, destino y tenencia de los fondos para las personas físicas y jurídicas que, actuando por cuenta propia o de tercero, realicen determinados movimientos de medios de pago.

Respecto a la identificación de los clientes, como norma general, los sujetos obligados exigirán la presentación de los documentos acreditativos de la identidad de sus clientes, habituales o no, en el momento de entablar relaciones de negocio o de efectuar cualesquiera operaciones. Además de las obligaciones reseñadas en el Reglamento, el RD establece que los sujetos obligados adoptarán medidas dirigidas a comprobar razonablemente la veracidad de la actividad profesional o empresarial de sus clientes. Tales medidas consistirán en el establecimiento y aplicación de procedimientos de verificación de las actividades declaradas por los clientes.

En el caso de transferencias de fondos dentro del territorio nacional, la entidad de origen de la transferencia tendrá los datos de identificación del ordenante y, en su caso, de la persona por cuya cuenta aquella actúe, a disposición de la entidad de destino, a la que le serán facilitados de modo inmediato si lo solicita. Si se trata de transferencias internacionales, las entidades deberán incluir y, en su caso, mantener los datos de identificación del ordenante en la transferencia y en los mensajes relacionados con ella a través de la cadena de pago. No obstante, el RD establece los casos en los que la obligación de identificación del cliente quedará exceptuada.

En el Reglamento se indicaba que los sujetos obligados debían colaborar con el Servicio Ejecutivo, y ahora el RD añade la obligación de comunicar las operaciones que muestren una falta de correspondencia ostensible con la naturaleza, volumen de actividad o antecedentes operativos de los clientes, siempre que no se aprecie justificación económica, profesional o de negocio para la realización de las operaciones vinculadas a actividades relacionadas con el blanqueo de capitales. También se establece, como novedad, que las comunicaciones podrán cursarse en forma electrónica. Con tal finalidad, el Servicio Ejecutivo podrá establecer procedimientos técnicos de comunicación que garanticen la celeridad en la transmisión de la información y su confidencialidad.

Finalmente, en las disposiciones adicionales del RD se modifican la mayor parte de los regímenes relativos a la creación de las entidades financieras, incluyendo el sector asegurador. En particular, se modifican, entre otros, el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito, y el Decreto 1838/1975, de 3 de julio, sobre creación de cajas de ahorro y distribución de los beneficios líquidos de estas entidades, el Reglamento de la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de cooperativas de crédito, aprobado por el Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, y el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, de régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito. En todos ellos, se establece que corresponderá al ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España y del Servicio Ejecutivo de la Comisión

de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias, en los aspectos de su competencia, autorizar la creación de la entidad de crédito correspondiente. Dentro de los requisitos exigidos para ejercer su actividad, se añade uno nuevo, que consiste en contar con procedimientos y órganos adecuados de control interno y de comunicación para prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales en las condiciones recogidas en este Reglamento. Finalmente, en el programa de actividades deberá constar el género de operaciones que se pretenden realizar, la organización administrativa y contable, los procedimientos de control interno, así como los procedimientos y órganos de control interno y de comunicación que se establezcan para prevenir e impedir la realización de operaciones relacionadas con el blanqueo de capitales.

## FEBRERO 2005

DIRECTIVA RELATIVA AL RÉGIMEN FISCAL COMÚN APLICABLE A LAS FUSIONES, ESCISIONES, APORTACIONES DE ACTIVOS Y CANJES DE ACCIONES. —Se promulgó la *Directiva 2005/19/CE del Consejo, de 17 de febrero de 2005* (DOUE de 4 de marzo), por la que se modifica la Directiva 90/434/CEE del Consejo, de 23 de julio de 1990, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones realizados entre sociedades de diferentes Estados miembros.

En primer lugar, se amplía el ámbito de aplicación de la Directiva 90/434/CEE, para englobar a las entidades que puedan desarrollar actividades transfronterizas en la Comunidad que cumplan todas las condiciones establecidas en la misma, y para contemplar en su articulado el traslado del domicilio social de una Sociedad Anónima Europea (SE) y de una Sociedad Cooperativa Europea (SCE) de un Estado miembro a otro, sin que ello dé lugar a la disolución de la sociedad ni a la creación de una nueva persona jurídica.

En segundo lugar, se contempla como novedad la *escisión parcial* de una sociedad, que es la operación por la cual una sociedad transfiere a una o varias sociedades ya existentes o nuevas, sin ser disuelta, una o varias ramas de actividad, manteniendo, al menos, una rama de actividad en la sociedad transmitente, mediante la atribución a sus socios, con arreglo a una norma proporcional, de títulos representativos del capital social de las sociedades beneficiarias de la aportación y, en su caso, de una compensación en dinero que no exceda del 10% del valor nominal o, a falta de valor nominal, de un valor equivalente al nominal de dichos títulos deducido de su contabilidad.

En tercer lugar, se amplía la actual definición de *canje de acciones*, para que abarque otras adquisiciones subsiguientes, además de la que garantiza una mayoría simple de los derechos de voto.

En cuanto a las normas aplicables al traslado de domicilio social de una SE o una SCE, cabe reseñar que, en relación con una SE o una SCE que sea residente en el primer Estado miembro y pase a serlo en otro Estado miembro, el traslado del domicilio social o el término de la residencia no dará lugar a la aplicación de impuesto alguno sobre las plusvalías en el Estado miembro del que haya sido trasladado el domicilio social. Asimismo, el Estado miembro de acogida deberá adoptar las medidas necesarias para garantizar que las provisiones o reservas debidamente constituidas por la SE o la SCE antes del traslado del domicilio social estén total o parcialmente exentas de imposición y no deriven de un establecimiento permanente en el extranjero.

PROCEDIMIENTO DE APLICACIÓN DE LAS DIRECTIVAS DE LA COMUNIDAD EUROPEA SOBRE INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN TRIBUTARIA. —El *Real Decreto 161/2005, de 11 de febrero* (BOE del 12 de febrero), modificó el Real Decreto 1326/1987, de 11 de septiembre,

por el que se establece el procedimiento de aplicación de las directivas de la Comunidad Europea sobre intercambio de información tributaria. Los cambios introducidos más relevantes son los siguientes:

En primer lugar, se actualiza la denominación actual de los impuestos incluidos y se incorpora expresamente el impuesto sobre la renta de no residentes, que, no obstante, ya se encontraba incluido en el ámbito de aplicación del Real Decreto 1326/1987.

En segundo lugar, se incorpora el principio de actuación por cuenta propia, según el cual la Administración Tributaria no debe dar un tratamiento distinto, por razones de derecho o de práctica administrativa, a las peticiones de información de otros Estados miembros que a las propias actuaciones de captación de información que realice por propósitos meramente internos. Este principio, supone no solo que cada autoridad competente aplique la debida diligencia en la recopilación de la información, sino que en cada Estado miembro el conjunto de disposiciones que regulen las actuaciones de captación de información de las Administraciones Tributarias sea único, sin distinguir si la captación se realiza a efectos internos o a solicitud de la autoridad competente de otro Estado.

En tercer lugar, se revisan los apartados referentes a la confidencialidad, y a las limitaciones del uso de la información obtenida por la Administración Tributaria.

Finalmente, se añaden dos preceptos nuevos: por un lado, se incorpora la asistencia mutua en materia de notificaciones de actos de aplicación de los tributos, así como la imposición de sanciones en otros Estados miembros. Por otro, se establece la posibilidad de realizar controles simultáneos entre dos Estados miembros para intercambiar la información obtenida, siempre que se estime que estos resultarán más eficaces que los realizados por un único Estado miembro.

## MARZO 2005

REFORMAS URGENTES PARA EL IMPULSO A LA PRODUCTIVIDAD Y PARA LA MEJORA DE LA CONTRATACIÓN PÚBLICA.— Se publicaron el *Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo* (BOE del 14), de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, y la *Resolución de 1 de abril de 2005*, de la Subsecretaría del Ministerio de la Presidencia (BOE del día 2), por la que se dispone la publicación del Acuerdo del Consejo de Ministros, de 25 de febrero de 2005, por el que se adoptan una serie de mandatos para poner en marcha medidas de impulso a la productividad del sistema económico.

Las reformas abordadas en el Real Decreto-Ley (que forman parte de un conjunto más amplio de medidas para el impulso de la productividad), además de afectar a los mercados financieros y energéticos, se completan con otras actuaciones referentes al régimen de comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, así como otras modificaciones de la legislación de contratos de las Administraciones Públicas, a fin de extender su normativa a determinados aspectos de las fundaciones del sector. A continuación, se hace un comentario sucinto de los aspectos más importantes de las normas, con especial referencia a los mercados financieros.

## REFORMAS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

En el ámbito financiero, el Real Decreto-Ley responde a la necesaria transposición de dos directivas comunitarias que son clave para la competitividad y el desarrollo de estos mercados, además de introducir otras medidas que eviten posibles riesgos de deslocalización, sobre todo en la emisión y admisión a cotización de valores, y en la prestación de garantías financieras.

A tal efecto, se transpone la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, que, a su vez, modifica la Directiva 2001/34/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.

De este modo, para poder mantener la posición competitiva del mercado después de la transposición de la directiva, se exige eliminar aquellos requisitos, trabas o costes que no tengan justificación desde el punto de vista de la protección del inversor o del correcto funcionamiento del mercado. En concreto, en el *mercado primario de valores*, se elimina el régimen de verificación administrativa previa de las emisiones de valores, y se suprime la facultad del ministro de Economía de prohibir o someter a autorización previa determinadas emisiones, y se mantiene el principio de no necesidad de autorización administrativa previa para las emisiones de valores, reforzando el principio de libertad de emisión.

Respecto al contenido del *folleto* que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, se amplía su contenido, el cual deberá contener toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y, eventualmente, del garante y de los derechos inherentes a tales valores.

Por otro lado, la norma hace referencia a la *validez transfronteriza* del folleto, a fin de hacer efectivo el pasaporte comunitario para dicho documento, que consiste en que, una vez sea aprobado por la CNVM, será válido para la admisión a negociación en cualesquiera Estados miembros de acogida, siempre que la CNMV lo notifique a la autoridad competente de cada Estado miembro de acogida. Del mismo modo, el folleto aprobado por la autoridad competente del Estado de origen será válido para la admisión a negociación en España, siempre que dicha autoridad competente lo notifique a la CNMV.

En cuanto a la oferta pública de venta (OPV) o suscripción de valores, se mantienen similares características a la normativa anterior, aunque detalla y enumera aquellos casos en los que no existiría obligación de publicar folleto informativo, a efectos de esta disposición.

Respecto a los *valores representados mediante anotaciones en cuenta*, se sustituye la escritura pública de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta por un documento que deberá ser elaborado por la entidad emisora y contener toda la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión. El emisor deberá depositar este documento en la entidad encargada del registro contable y ante la CNMV, y, si se trata de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, deberá depositarse ante su organismo rector.

En el *mercado secundario de valores*, se mantiene el régimen de verificación administrativa previa por parte de la CNMV para la admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial, aunque se reducen significativamente los requisitos de información para la admisión a negociación en dicho mercado, que ahora quedan fijados en los siguientes: la aportación y registro en la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable, así como de los estados financieros del emisor preparados y auditados; y la aportación, aprobación y registro en la CNMV de un folleto informativo, así como su publicación.

Por otra parte, el Real Decreto-Ley transpone al ordenamiento jurídico español la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera. Con la aprobación de esta directiva, se persigue conseguir una amplia armonización comunitaria para todas las garantías financieras que formalicen las partes, así como ordenar y sistematizar la normativa vigente aplicable en esta materia. Con ello, se conseguiría facilitar determinadas operaciones financieras que necesiten de constitución de garantías, reduciendo de manera sustancial los requisitos para la constitución y ejecución de esas garantías.

Su ámbito de aplicación son los *acuerdos de compensación contractual financieros* y los acuerdos de garantías financieras cuando las partes intervinientes estén incluidas en una de las categorías siguientes: a) entidades públicas; b) el Banco Central Europeo, el Banco de España, los bancos centrales de los Estados miembros de la Unión Europea, los bancos centrales de terceros Estados, el Banco de Pagos Internacionales, los bancos multilaterales de desarrollo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Europeo de Inversiones; c) las entidades de crédito; las empresas de servicios de inversión; las entidades aseguradoras; las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios y sus sociedades gestoras; los fondos de titulización hipotecaria, los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización; y los fondos de pensiones, entre otros, y d) los organismos rectores de los mercados secundarios y las sociedades que gestionan sistemas de registro, compensación y liquidación, así como las entidades de contrapartida central, agentes de liquidación o cámaras de compensación, y las entidades similares que actúen en los mercados de futuros, opciones y derivados. También se aplicará a los acuerdos de compensación contractual financieros y de garantías financieras en los que una de las partes sea una persona jurídica, siempre que la otra parte pertenezca a alguna de las categorías anteriores, y, finalmente, en determinados casos, también cabe que una de las partes pueda ser persona física.

#### OTRAS MEDIDAS DE IMPULSO A LA PRODUCTIVIDAD

En el ámbito energético, las principales actuaciones se concentran en el sector eléctrico, donde es indispensable y urgente introducir las reformas necesarias para adaptar el mercado al Convenio Internacional relativo a la constitución de un Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL), cuya entrada en vigor está prevista para antes del 30 de junio de 2005. Otras reformas adoptadas se orientan a eliminar prácticas ineficientes en el ámbito de la distribución, como la coexistencia de varios distribuidores en un mismo ámbito territorial, que puede llevar a la existencia de instalaciones redundantes y aumentar los costes de mantenimiento, con la consiguiente pérdida de eficiencia.

Por su parte, la Resolución de 1 de abril —que publica el acuerdo del Consejo de Ministros de 25 de febrero— faculta al Ministerio de Economía y Hacienda para que desarrolle la normativa que permita la creación de mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre energía. Dicho Ministerio desarrollará, en el plazo de tres meses, el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones, con el objeto de regular los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre energía.

En el ámbito de la Administración Pública, se procede a la mejora de la contratación pública, adaptando el texto refundido de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2000, de 16 de junio, para incluir determinados aspectos de la actividad de las fundaciones del sector público, así como de los convenios firmados con otras Administraciones.

Finalmente, la citada Resolución de 1 de abril establece una serie de mandatos a distintos ministerios para que —en el corto plazo— desarrollen un conjunto de medidas que complementan y dan continuidad a la estrategia de impulso a la productividad.

NUEVA ESTRUCTURA ORGANIZATIVA DE LOS COMITÉS DE SERVICIOS FINANCIEROS. — Con la publicación de la *Directiva 2005/1/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de marzo de 2005* (DOUE de 24 de marzo), se modificaron las Directivas 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 92/49/CEE y 93/6/CEE del Consejo y las Directivas 94/19/CE, 98/78/CE, 2000/12/CE, 2001/34/CE, 2002/83/CE y 2002/87/CE, con el fin de establecer una nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros. A continuación, se hace un sucinto comentario de las modificaciones de las directivas relativas al sector bancario y al mercado de valores.

En la Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, en la 94/19/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 30 de mayo de 1994, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, y en la 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, se sustituye la denominación «Comité Consultivo Bancario» por «Comité Bancario Europeo», creado por la Decisión 2004/10/CE de la Comisión. Asimismo, desaparecen las competencias del antiguo Comité Consultivo Bancario en materia de control de la solvencia y la liquidez de las entidades de crédito, ya que actualmente se consideran innecesarias, dada la armonización de las normas sobre adecuación del capital y la evolución de las técnicas empleadas por las entidades de crédito a la hora de medir y gestionar su riesgo de liquidez.

Por otro lado, desaparece la supervisión periódica por parte de la Comisión de determinadas decisiones individuales de supervisión y, por lo tanto, la presentación sistemática de informes al Comité Consultivo Bancario, debido a los avances realizados en materia de cooperación e intercambio de información entre las autoridades supervisoras.

Finalmente, la creación del Comité Bancario Europeo no excluye otras formas de cooperación entre las distintas autoridades que participan en la reglamentación y supervisión de las entidades de crédito y, en particular, dentro del Comité de Supervisores Bancarios Europeos creado por la Decisión de la Comisión 2004/5/CE.

Respecto a la Directiva del Consejo 85/611/CEE, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), se suprimen las disposiciones que regulan la organización y las funciones del actual Comité de Contacto sobre los OICVM, con excepción de sus competencias de comitología, para asistir a la Comisión con respecto a las modificaciones técnicas que deban introducirse en la Directiva, y se transfieren al Comité Europeo de Valores creado por la Decisión 2001/528/CE de la Comisión, entre otras, las funciones de asesoramiento a la Comisión en el ejercicio de sus competencias, que desempeñaba el Comité de Contacto sobre los OICVM.

Respecto a la Directiva 2001/34/CE, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, se suprimen las disposiciones que regulan las funciones del Comité de Contacto, que transfiere sus competencias al Comité Europeo de Valores.

## 2 Índice sistemático de materias objeto de nueva regulación

MATERIAS	FECHA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
<b>I. BANCO CENTRAL EUROPEO Y SEBC</b>		
Sistema Europeo de Bancos Centrales: modificación del sistema TARGET	21.4.2004	Oct 2004
Orientación del Banco Central Europeo sobre la adquisición de billetes en euros	16.9.2004	Ene 2005
Modificación del Sistema TARGET: actualización del sistema de acceso a TARGET para los nuevos Estados miembros participantes	21.1.2005	Abr 2005
<b>II. BANCO DE ESPAÑA Y SISTEMA FINANCIERO</b>		
<b>a) Mercado de cambios y relaciones con el exterior</b>		
Derogación de varias circulares del Banco de España	22.12.2004	Ene 2005
<b>b) Otras áreas</b>		
Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros	20.2.2004	Abr 2004
	11.3.2004	Abr 2004
Desarrollo de la normativa sobre la Central de Información de Riesgos	11.3.2004	Abr 2004
	29.6.2004	Jul-ago 2004
<b>III. ENTIDADES DE CRÉDITO</b>		
Cajas de ahorros: cuotas participativas	20.2.2004	Abr 2004
Entidades de crédito: modificación de la normativa de los recursos propios mínimos	27.4.2004	Oct 2004
Entidades de crédito: normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros	22.12.2004	Ene 2005
<b>IV. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS</b>		
Sociedades y servicios de tasación homologados: información a rendir al Banco de España	19.12.2003	Abr 2004
Texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados	29.10.2004	Ene 2005
<b>V. MERCADO DE VALORES</b>		
<b>a) Mercado de deuda pública</b>		
Condiciones de emisión para el año 2004 y enero de 2005	9.1.2004	Abr 2004
	14.1.2004	Abr 2004
	21.1.2004	Abr 2004
	22.1.2004	Abr 2004
Modificación de la Normativa de anotaciones en cuenta de deuda del Estado y del Reglamento de la Caja General de Depósitos	27.12.2004	Ene 2005
Condiciones de emisión para el año 2005 y enero de 2006	25.1.2005	Abr 2005
	28.1.2003	Abr 2005
<b>b) Mercados de valores privados</b>		
Informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades	26.12.2003	Abr 2004
	17.2.2004	Abr 2004
	17.3.2004	Abr 2004
Reglamento de planes y fondos de pensiones	20.2.2004	Abr 2004
Préstamo de valores negociados en mercados secundarios	11.3.2004	Abr 2004
Empresas de servicios de inversión: normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros y cuentas anuales de carácter público	31.3.2004	Jul-ago 2004
Obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea	30.7.2004	Oct 2004
Sociedades emisoras de valores: información de las operaciones vinculadas	15.9.2004	Oct 2004

MATERIAS	FECHA NORMA	BOLETÍN ECONÓMICO
<b>VI. LEGISLACIÓN FINANCIERA DE LA UNIÓN EUROPEA</b>		
Directiva comunitaria relativa a las ofertas públicas de adquisición	21.4.2004	Jul-ago 2004
Directiva comunitaria relativa a las empresas de inversión y a los mercados regulados de instrumentos financieros	21.4.2004	Jul-ago 2004
Medidas de aplicación de la Directiva sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado): algunas precisiones	29.4.2004	Jul-ago 2004
Directiva relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones	17.2.2005	Abr 2005
Nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros	9.3.2005	Abr 2005
<b>VII. NORMAS FISCALES Y OTRAS MATERIAS</b>		
Fondo de Reserva de la Seguridad Social	27.2.2004	Abr 2004
Texto refundido de determinadas leyes fiscales	5.3.2004	Abr 2004
Nuevos reglamentos de los impuestos sobre la renta de las personas físicas, sobre sociedades y sobre la renta de no residentes	30.7.2004	Oct 2004
Reglamento general del régimen sancionador tributario	15.10.2004	Ene 2005
Presupuestos Generales del Estado para el año 2005	27.12.2004	Ene 2005
Modificación del Reglamento del impuesto sobre la renta de las personas físicas	23.12.2004	Ene 2005
Adaptación española al nuevo marco normativo comunitario de la competencia	10.12.2004	Ene 2005
Medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales	29.12.2004	Ene 2005
Medidas de prevención del blanqueo de capitales: modificación del Reglamento	21.1.2005	Abr 2005
Procedimiento de aplicación de las directivas de la Comunidad Europea sobre intercambio de información tributaria	11.2.2005	Abr 2005
Reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública	11.3.2005	Abr 2005

## ÍNDICES

## Índice de cuadros

Cuadro 1.1	Principales indicadores de la economía española	28
Cuadro 2.1	Principales indicadores macroeconómicos de Estados Unidos, Japón y el Reino Unido	57
Cuadro 3.1	Principales indicadores macroeconómicos del área del euro	80
Cuadro 3.2	Indicadores de aspectos estructurales de la UEM	94
Cuadro 4.1	Consumo y formación bruta de capital fijo por sectores institucionales	110
Cuadro 4.2	Márgenes de exportación	137
Cuadro 4.3	Indicadores de convergencia real y competitividad	138
Cuadro 4.4	Principales operaciones no financieras de las AAPP	142
Cuadro 5.1	Operaciones financieras netas	152
Cuadro 5.2	Operaciones financieras de las sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	154
Cuadro 5.3	Operaciones financieras de la nación	157
Cuadro 5.4	Emisiones y ofertas públicas de valores negociables	159
Cuadro 5.5	Volúmenes negociados en los mercados secundarios y de derivados	161
Cuadro 5.6	Entidades de depósito. Estructura de balance y cuenta de resultados	166
Cuadro 5.7	Fondos captados por otros intermediarios financieros	169
Cuadro 6.1	Entidades supervisadas por el Banco de España	193
Cuadro 6.2	Escritos de requerimientos y recomendaciones a entidades supervisadas	193
Cuadro 6.3	Canje de pesetas por euros	199

## Índice de gráficos

Gráfico 1.1	PIB, consumo privado, empleo y FBCF	21
Gráfico 1.2	Evolución de la inflación y de su diferencial con la UEM	33
Gráfico 1.3	Indicadores de competitividad de la economía española	37
Gráfico 1.4	Situación financiera de los hogares	38
Gráfico 2.1	Contribución al crecimiento del PIB	48
Gráfico 2.2	Precios de materias primas y de consumo	51
Gráfico 2.3	Tipos de cambio, balanza por cuenta corriente, saldo del sector público y reservas internacionales	52
Gráfico 2.4	Mercados financieros	54
Gráfico 2.5	Comercio, PIB mundial y financiación exterior de las economías emergentes	55
Gráfico 2.6	Estados Unidos. Indicadores sector real y financiero	58
Gráfico 2.7	Japón. Indicadores de producción y precios	62
Gráfico 2.8	Economías emergentes, principales indicadores macroeconómicos	67
Gráfico 3.1	UEM: composición del crecimiento e indicadores de confianza	81
Gráfico 3.2	Evolución económica por países en 2004	83
Gráfico 3.3	UEM: índices armonizados de precios de consumo y evolución salarial	86
Gráfico 3.4	UEM: política fiscal	89
Gráfico 3.5	Tipos de interés de la zona del euro	98
Gráfico 3.6	Condiciones financieras en la zona del euro	100
Gráfico 3.7	Evolución del tipo de cambio del euro y comercio exterior de la UEM por países	101
Gráfico 3.8	Agregados monetarios y crediticios	102
Gráfico 4.1	Tipos de interés, prima de riesgo crediticio y financiación de los sectores residentes no financieros	107
Gráfico 4.2	Principales agregados macroeconómicos	109
Gráfico 4.3	Consumo final de los hogares e ISFLSH	111
Gráfico 4.4	Inversión residencial	113
Gráfico 4.5	Inversión productiva privada	116
Gráfico 4.6	Demanda exterior y principales determinantes	118
Gráfico 4.7	Ciclo y actividad	121
Gráfico 4.8	Empleo y paro	124
Gráfico 4.9	Determinantes de los salarios	129
Gráfico 4.10	Composición de los defactores de la demanda final y del PIB	130
Gráfico 4.11	Precios y costes por ramas de actividad	134
Gráfico 4.12	Índices de competitividad de España	136
Gráfico 4.13	La especialización comercial en España en comparación con la UE	139
Gráfico 4.14	Cuenta del resto del mundo	146
Gráfico 4.15	Ahorro, inversión y capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	147
Gráfico 5.1	Operaciones financieras	153
Gráfico 5.2	Sociedades no financieras	155
Gráfico 5.3	Operaciones financieras de las Administraciones Públicas	156
Gráfico 5.4	Índices bursátiles	162

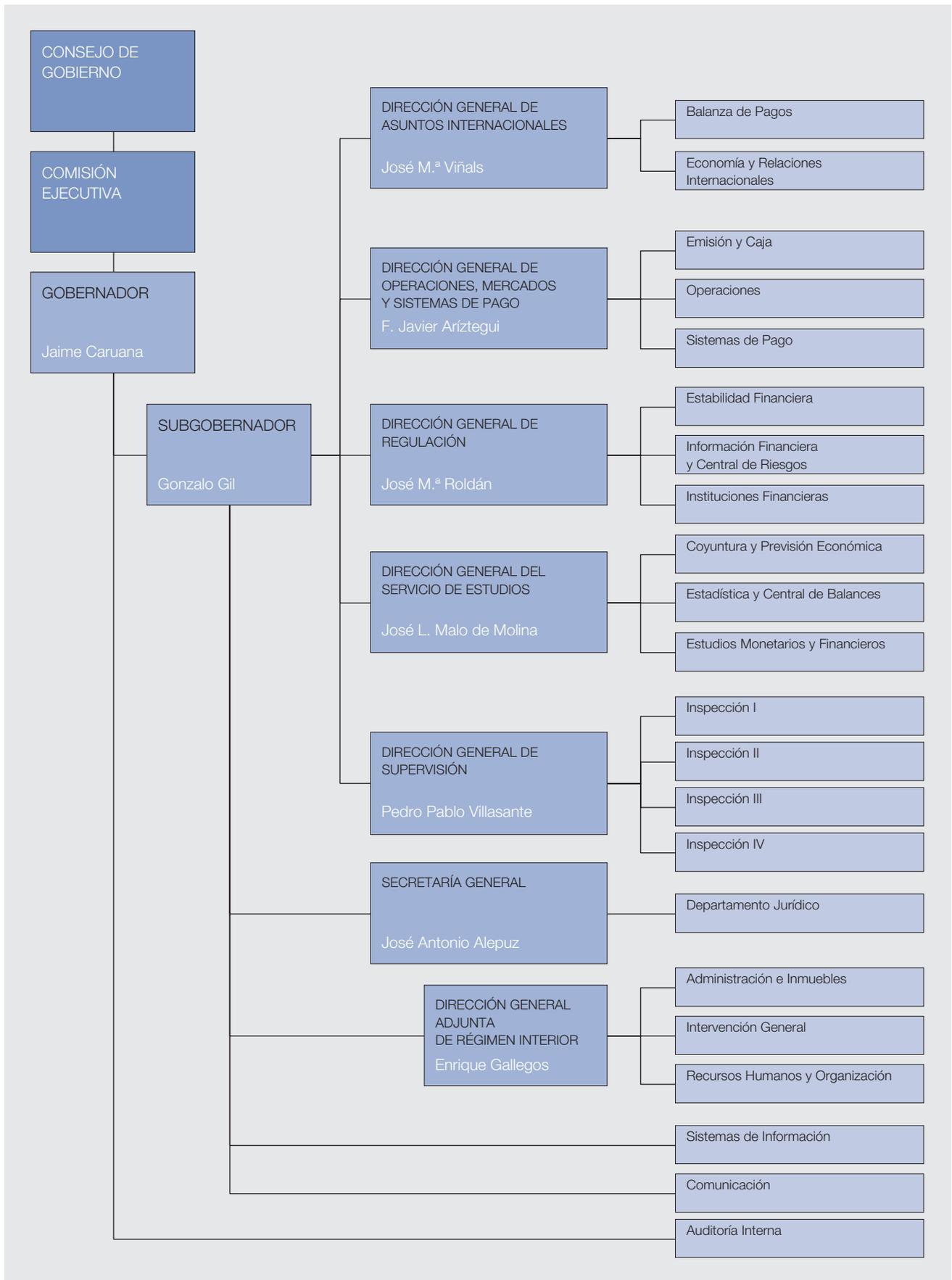
Gráfico 5.5	Rentabilidad de la deuda pública y prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años	163
Gráfico 5.6	Márgenes, resultados y solvencia	164
Gráfico 5.7	Crédito, ciclo económico y tipos de interés	165
Gráfico 5.8	Inversores institucionales	170
Gráfico 5.9	Indicadores de posición patrimonial de los hogares e ISFLSH	174
Gráfico 5.10	Evolución del precio de la vivienda	175
Gráfico 5.11	Variación acumulada de la riqueza financiera neta y patrimonio neto	175
Gráfico 5.12	Ratios de endeudamiento de las sociedades no financieras	178
Gráfico 5.13	Carga financiera de las sociedades no financieras	180
Gráfico 5.14	Otros indicadores financieros de las sociedades no financieras	180
Gráfico 6.1	Billetes en euros puestos en circulación	199

## Índice de recuadros

Recuadro 1.1	La CNE base 2000: principales cambios	16
Recuadro 1.2	Diferencias internacionales en niveles de PIB per cápita: productividad y utilización del factor trabajo	24
Recuadro 1.3	Evolución de la oferta laboral en los últimos años y factores explicativos	30
Recuadro 1.4	Competitividad, especialización, cuotas de exportación y penetración de importaciones	35
Recuadro 1.5	La sobrevaloración del precio de la vivienda en España	40
Recuadro 2.1	El incremento del precio del petróleo	49
Recuadro 2.2	Trayectoria reciente y perspectivas de la productividad en EEUU	59
Recuadro 2.3	El papel de China en la economía mundial	64
Recuadro 2.4	Evolución de la vulnerabilidad financiera en América Latina	70
Recuadro 3.1	Efectos de la apreciación del euro sobre el comercio exterior de los países de la UEM	84
Recuadro 3.2	La evolución de los precios de los servicios en la UEM	87
Recuadro 3.3	Las reformas de los sistemas públicos de pensiones en la UEM	92
Recuadro 3.4	La transmisión de volatilidad entre los tipos de interés a corto plazo y los de largo plazo en el mercado interbancario de la UEM	99
Recuadro 4.1	La desaceleración de la productividad del trabajo: un enfoque sectorial	126
Recuadro 4.2	Grado de competencia y estrategias de formación de precios en la economía española	132
Recuadro 4.3	Cuotas de exportación en el área del euro y especialización sectorial	140
Recuadro 4.4	Ajustes en las cuentas públicas en 2004	143
Recuadro 5.1	Evolución de la estructura del balance de las entidades de depósito españolas	168
Recuadro 5.2	Evolución de las comisiones de los fondos de inversión en España	171
Recuadro 5.3	La distribución del endeudamiento y la carga financiera de los hogares en España	176
Recuadro 5.4	El proceso de saneamiento de los grandes grupos empresariales españoles	179

COMPOSICIÓN DE LOS ÓRGANOS DE GOBIERNO  
DEL BANCO DE ESPAÑA

ORGANIGRAMA GENERAL DEL BANCO DE ESPAÑA



## Consejo de Gobierno

GOBERNADOR	Jaime Caruana
SUBGOBERNADOR	Gonzalo Gil
CONSEJEROS	Julio Segura Juan Muñoz Jesús Leguina Ángel Luis López Roa Guillem López José María Marín
DIRECTORA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA	Soledad Núñez
VICEPRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES	Carlos Arenillas
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Luis Malo de Molina F. Javier Aríztegui Pedro Pablo Villasante José María Roldán José María Viñals
SECRETARIO <i>(Con voz y sin voto)</i>	José Antonio Alepuz
REPRESENTANTE DEL PERSONAL DEL BANCO <i>(Con voz y sin voto)</i>	Luciano Murias

## Comisión Ejecutiva

GOBERNADOR	Jaime Caruana
SUBGOBERNADOR	Gonzalo Gil
CONSEJEROS	Julio Segura Ángel Luis López Roa
DIRECTORES GENERALES DEL BANCO ( <i>Con voz y sin voto</i> )	José Luis Malo de Molina F. Javier Aríztegui Pedro Pablo Villasante José María Roldán José María Viñals
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)  
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

- 51 ELOÍSA ORTEGA: La inversión extranjera directa en España (1986-1990) (1992).
- 52 ALBERTO CABRERO, JOSÉ LUIS ESCRIVÁ Y TERESA SASTRE: Ecuaciones de demanda para los nuevos agregados monetarios (1992). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 53 ÁNGEL LUIS GÓMEZ JIMÉNEZ Y JOSÉ MARÍA ROLDÁN ALEGRE: Análisis de la política fiscal en España con una perspectiva macroeconómica (1988-1994) (1995).
- 54 JUAN MARÍA PEÑALOSA: El papel de la posición financiera de los agentes económicos en la transmisión de la política monetaria (1996).
- 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.)

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.ª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).

#### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 25 MARÍA JESÚS FUENTE: Finanzas y ciudades. El tránsito del siglo XV al XVI (1992).
- 26 HERNÁN ASDRÚBAL SILVA: El Comercio entre España y el Río de la Plata (1778-1810) (1993).
- 27 JOHN ROBERT FISHER: El Comercio entre España e Hispanoamérica (1797-1820) (1993).
- 28 BEATRIZ CÁRCELES DE GEA: Fraude y administración fiscal en Castilla. La Comisión de Millones (1632-1658): Poder fiscal y privilegio jurídico-político (1994).
- 29 PEDRO TEDDE Y CARLOS MARICHAL (coords.): La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX). Vol. I: España y México (1994).
- 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.ª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996).
- 36 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).
- 37 EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).
- 38 ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).
- 39 MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).
- 40 ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Ámsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000).
- 41 LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001).
- 42 SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002).
- 43 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958. Edición revisada (2003).
- 44 INÉS ROLDÁN DE MONTAUD: La banca de emisión en Cuba (1856-1898) (2004).
- 45 ALFONSO HERRANZ LONCÁN: La dotación de infraestructuras en España, 1844-1935 (2004).

#### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0403 PABLO BURRIEL-LLOMBART: An economic analysis of education externalities in the matching process of UK regions (1992-1999).
- 0404 FABIO CANOVA, MATTEO CICCARELLI Y EVA ORTEGA: Similarities and convergence in G-7 cycles.
- 0405 ENRIQUE ALBEROLA, HUMBERTO LÓPEZ Y LUIS SERVÉN: Tango with the gringo: the hard peg and real misalignment in Argentina.
- 0406 ANA BUISÁN, JUAN CARLOS CABALLERO Y NOELIA JIMÉNEZ: Determinación de las exportaciones de manufacturas en los países de la UEM a partir de un modelo de oferta-demanda.
- 0407 VÍTOR GASPAS, GABRIEL PÉREZ QUIRÓS Y HUGO RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL: Interest rate determination in the interbank market.
- 0408 MÁXIMO CAMACHO, GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS Y LORENA SAIZ: Are european business cycles close enough to be just one?
- 0409 JAVIER ANDRÉS, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO Y EDWARD NELSON: Tobin's imperfect assets substitution in optimizing general equilibrium.
- 0410 A. BUISÁN, J. C. CABALLERO, J. M. CAMPA Y N. JIMÉNEZ: La importancia de la histéresis en las exportaciones de manufacturas de los países de la UEM.
- 0411 ANDREW BENITO, FRANCISCO JAVIER DELGADO Y JORGE MARTÍNEZ PAGÉS: A synthetic indicator of financial pressure for Spanish firms.
- 0412 JAVIER DELGADO, IGNACIO HERNANDO Y MARÍA J. NIETO: Do European primarily Internet banks show scale and experience efficiencies?
- 0413 ÁNGEL ESTRADA, JOSÉ LUIS FERNÁNDEZ, ESTHER MORAL Y ANA V. REGIL: A quarterly macroeconomic model of the Spanish economy.

- 0414 GABRIEL JIMÉNEZ Y JESÚS SAURINA: Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk.
- 0415 MIGUEL CASARES: On monetary policy rules for the euro area.
- 0416 MARTA MANRIQUE Y JOSÉ MANUEL MARQUÉS: Una aproximación empírica a la evolución de la tasa natural de interés y el crecimiento potencial. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0417 REGINA KAISER Y AGUSTÍN MARAVALL: Combining filter design with model-based filtering (with an application to business-cycle estimation).
- 0418 JÉRÔME HENRY, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y SANDRO MOMIGLIANO: The short-term impact of government budgets on prices: evidence from macroeconomic models.
- 0419 PILAR BENGOCHEA Y GABRIEL PÉREZ QUIRÓS: A useful tool to identify recessions in the euro area.
- 0420 GABRIEL JIMÉNEZ, VICENTE SALAS Y JESÚS SAURINA: Determinants of collateral.
- 0421 CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL Y ANA DEL RÍO: Household borrowing and consumption in Spain: a VECM approach.
- 0422 LUIS J. ÁLVAREZ E IGNACIO HERNANDO: Price setting behaviour in Spain: stylised facts using consumer price micro data.
- 0423 JUAN CARLOS BERGANZA Y ALICIA GARCÍA-HERRERO: What makes balance sheet effects detrimental for the country risk premium?
- 0501 ÓSCAR J. ARCE: The fiscal theory of the price level: a narrow theory for non-fiat money.
- 0502 ROBERT-PAUL BERBEN, ALBERTO LOCARNO, JULIAN MORGAN Y JAVIER VALLÉS: Cross-country differences in monetary policy transmission.
- 0503 ÁNGEL ESTRADA Y J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Sectoral mark-up dynamics in Spain.
- 0504 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO Y GONZALO RUBIO: Testing the forecasting performance of Ibex 35 option-implied risk-neutral densities.
- 0505 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y ÁLVARO ORTIZ: The role of global risk aversion in explaining Latin American sovereign spreads.
- 0506 ALFREDO MARTÍN, JESÚS SAURINA Y VICENTE SALAS: Interest rate dispersion in deposit and loan markets.
- 0507 MÁXIMO CAMACHO Y GABRIEL PÉREZ-QUIRÓS: Jump-and-rest effect of U.S. business cycles.
- 0508 LUIS J. ÁLVAREZ, PABLO BURRIEL Y IGNACIO HERNANDO: Do decreasing hazard functions for price changes make any sense?
- 0509 ÁNGEL DE LA FUENTE Y JUAN F. JIMENO: The private and fiscal returns to schooling and the effect of public policies on private incentives to invest in education: a general framework and some results for the EU.
- 0510 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: Dual employment protection legislation: a framework for analysis.

#### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0303 ESTHER GORDO, MARÍA GIL Y MIGUEL PÉREZ: Los efectos de la integración económica sobre la especialización y distribución geográfica de la actividad industrial en los países de la UE.
- 0304 ALBERTO CABRERO, CARLOS CHULIÁ Y ANTONIO MILLARUELO: Una valoración de las divergencias macroeconómicas en la UEM. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0305 ALICIA GARCÍA HERRERO Y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: La política monetaria en Japón: lecciones a extraer en la comparación con la de los EEUU.
- 0306 ESTHER MORAL Y SAMUEL HURTADO: Evolución de la calidad del factor trabajo en España.
- 0307 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución Española.
- 0308 ALICIA GARCÍA HERRERO Y DANIEL NAVIA SIMÓN: Determinants and impact of financial sector FDI to emerging economies: a home country's perspective.
- 0309 JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-MINGUEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y ANA DEL RÍO: An analysis of the impacts of GDP revisions on cyclically adjusted budget balances (CABS).
- 0401 J. RAMÓN MARTÍNEZ-RESANO: Central bank financial independence.
- 0402 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y FERNANDO RESTOY: Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: implicaciones macroeconómicas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0403 ESTHER GORDO, ESTHER MORAL Y MIGUEL PÉREZ: Algunas implicaciones de la ampliación de la UE para la economía española.
- 0404 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ, PILAR CUADRADO SALINAS, JAVIER JAREÑO MORAGO E ISABEL SÁNCHEZ GARCÍA: El impacto de la puesta en circulación del euro sobre los precios de consumo.
- 0405 ÁNGEL ESTRADA, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y JAVIER JAREÑO: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española.
- 0406 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y DANIEL SANTABÁRBARA: Where is the Chinese banking system going with the ongoing reform?
- 0407 MIGUEL DE LAS CASAS, SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, EMILIANO GONZÁLEZ-MOTA Y CLARA MIRA-SALAMA: A review of progress in the reform of the International Financial Architecture since the Asian crisis.
- 0408 GIANLUCA CAPORELLO Y AGUSTÍN MARAVALL: Program TSW. Revised manual version May 2004.
- 0409 OLYMPIA BOVER: Encuesta financiera de las familias españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 0410 MANUEL ARELLANO, SAMUEL BENTOLILA Y OLYMPIA BOVER: Paro y prestaciones: nuevos resultados para España.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

BANCO DE ESPAÑA: Monedas de Oro de la Colección del Banco de España (1991). 48,08 €.  
PEDRO MARTÍNEZ MÉNDEZ: Los beneficios de la banca (1970-1989) (1991). 12,50 €.  
MARÍA JOSÉ TRUJILLO MUÑOZ: La potestad normativa del Banco de España: el régimen dual establecido en la Ley de Autonomía (1995). 3,13 €.  
BANCO DE ESPAÑA: Tauromaquia. Catálogo comentado sobre la Tauromaquia, de Francisco de Goya, referido a una primera tirada de esta serie, propiedad del Banco de España (1996). 5 €.  
JUAN LUIS SÁNCHEZ-MORENO GÓMEZ: Circular 8/1990, de 7 de septiembre. Concordancias legales (1996). 6,25 €.  
RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (\*\*).  
BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (\*).  
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 (Ed.): 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 €.  
PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (\*).  
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.)

## 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)  
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)  
Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>2</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 y Macmillan (Londres). Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. 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>	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 e-mail: Publicaciones@bde.es www.bde.es
------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------